

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
Τμήμα Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης & Τραπεζικής Διοικητικής
Διπλωματική Εργασία για το ΜΠΣ
στη “Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη”



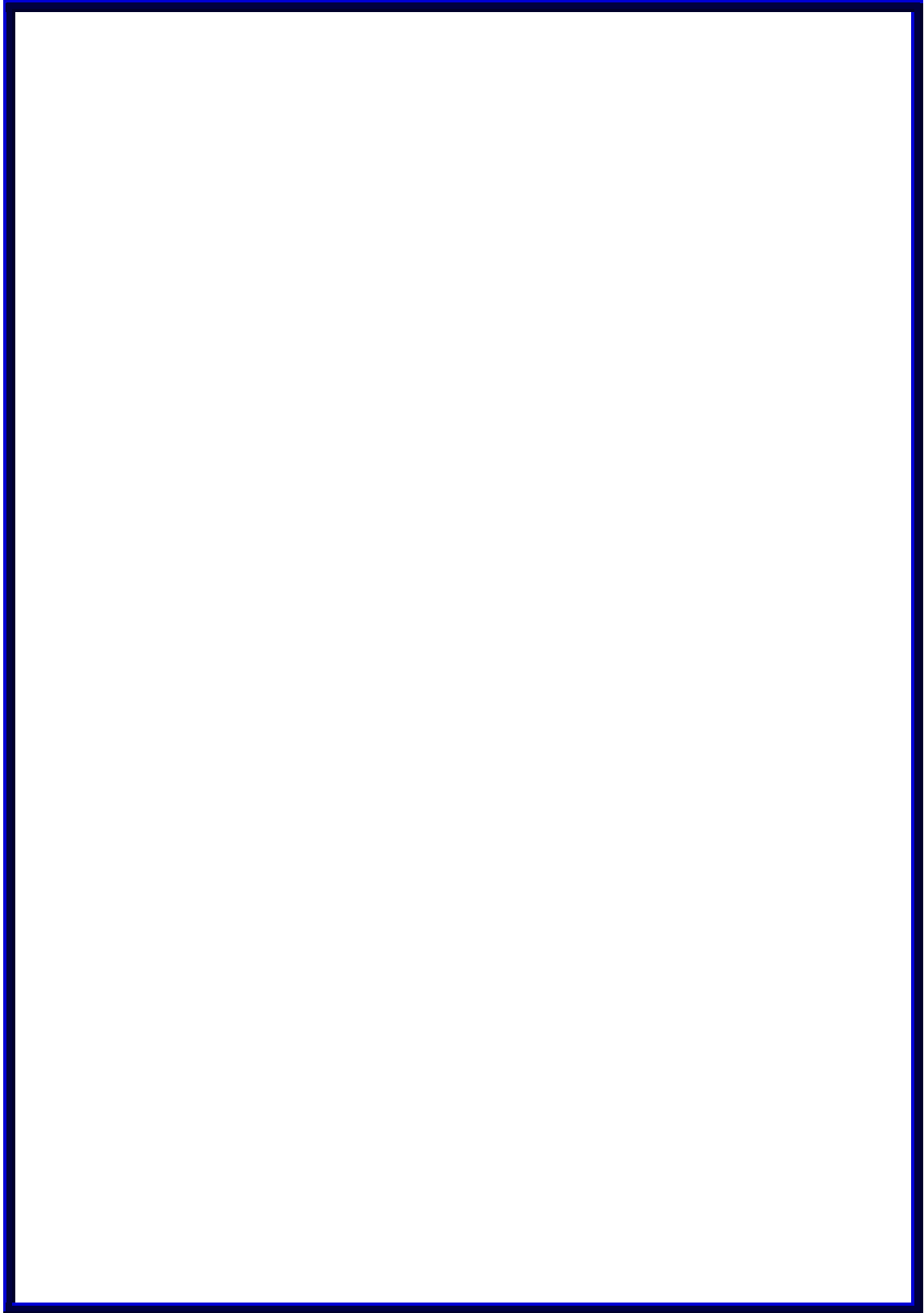
**“Η Συναισθηματική Νοημοσύνη των Επενδυτών
στην αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων”**

του

Αιμίλιου Μάζη

Επιβλέπων: Επίκ. Καθηγητής Ν. Φίλιππας

Ημερομηνία: Μάρτιος 2005



ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επίκουρο καθηγητή κ. Φίλιππα Νικόλαο, για την ουσιαστική βοήθεια που προσέφερε για την ολοκλήρωση της επιστημονικής μου διατριβής.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος στη χρηματοοικονομική ανάλυση για στελέχη για τα όσα προσέφεραν τα δύο τελευταία χρόνια.

Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου, που με καθοδήγησαν σωστά στην συνέχιση των σπουδών μου και με στήριξαν ανελλιπώς κατά την διάρκεια της προσπάθειάς μου να ολοκληρώσω το μεταπτυχιακό. Ως ένδειξη ευγνωμοσύνης, τους αφιερώνω την διατριβή μου με όλη μου την καρδιά.

Αιμίλιος Μάζης
Αθήνα, 15 Μαρτίου 2005

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	Σελ. 2
<i>ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ, ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΜΕΛΕΤΗΣ</i>	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο	Σελ. 6
<i>ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ ΣΥΝΑΙΣΘ. ΝΟΗΜ/ΝΗΣ ΚΑΙ Α/Κ</i>	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο	Σελ. 13
<i>ΛΗΨΗ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ – ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΙΣ – ΜΕΡΟΛΗΨΙΕΣ</i>	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο	Σελ. 36
<i>ΑΓΟΡΑ : ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ - ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ</i>	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο	Σελ. 43
<i>ΘΕΩΡΙΑ ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΩΝ: ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΥΠΟ ΤΟ ΡΙΣΚΟ</i>	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο	Σελ. 60
<i>ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ</i>	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο	Σελ. 74
<i>ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΑΓΟΡΑΣ, ΠΩΛΗΣΗΣ & ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΠΑΘΗΤΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ</i>	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο	Σελ. 85
<i>ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ: ΦΑΙΝΟΜΕΝΟ ΑΛΛΑΓΗΣ ΤΟΥ ΧΡΟΝΟΥ ΚΑΙ ΑΝΟΙΓΜΑ Α/Κ ΚΛΕΙΣΤΟΥ ΤΥΠΟΥ</i>	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8^ο	Σελ. 94
<i>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</i>	
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	Σελ. 98

Η παραδοσιακή οικονομική επιστήμη παρόλο που είναι μια κατεξοχήν κοινωνική επιστήμη, έχει ασχοληθεί με τον ανθρώπινο παράγοντα μονοσήμαντα, δίνοντας βάρος στην «ορθολογική» (rational) ερμηνεία των πράξεών του. Η επιφανειακή αυτή θεώρηση όμως στερείται σφαιρικότητας και για αυτό είναι καταδικασμένη να ερμηνεύσει μόνο εν μέρει τις αποφάσεις των οικονομούντων ατόμων.

Ελπιδοφόρο είναι το γεγονός ότι εδώ και αρκετά χρόνια οι οικονομολόγοι έχουν διαπιστώσει το παραπάνω κενό και για το λόγο αυτό έχει αναπτυχθεί μια έντονη φιλολογία, που έχει ως θεμέλιο λίθο της τα συμπεράσματα ερευνών μιας άλλης επιστήμης. Της ψυχολογίας. Τα αποτελέσματα των ερευνών αυτών όχι μόνο σχετίζονται με τα οικονομικά, αλλά ρίχνουν άπλετο φως σε ανθρώπινες πτυχές που ήταν στην αφάνεια. Τοιουτοτρόπως καταφέρνουν να ερμηνεύσουν αποφάσεις και συμπεριφορές που η οικονομική επιστήμη θεωρούσε παράλογες ή αινιγματικές.

1. Σκοπός της μελέτης

Η μελέτη αυτή έχει σκοπό να παρουσιάσει ένα σύγχρονο ρεύμα ιδεών, το οποίο έχοντας αντιληφθεί τη σημασία των λοιπών πλευρών της ανθρώπινης υπόστασης που τόσο καιρό έχουν μείνει έξω από το προσκήνιο, έρχεται όχι να καταλύσει αλλά να συμπληρώσει την παραδοσιακή οικονομική θεωρία. Πιο συγκεκριμένα η μελέτη αποσκοπεί στα εξής:

- Να δείξει το υπάρχον φιλολογικό ρεύμα που προσπαθεί να συνδυάσει την ψυχολογία με την οικονομία.
- Να ερμηνεύσει την συμπεριφορά των επενδυτών με τη βοήθεια της ψυχολογίας .
- Να εξηγήσει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων σε οικονομικά ζητήματα κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας.

- Να φανερώσει τι ορίζει και τι επηρεάζει τις προτιμήσεις (preferences) των επενδυτών.
- Να εξηγήσει φαινόμενα που παρατηρούνται στην αγορά γενικά και στον χώρο των Α/Κ ειδικότερα.

2. Επισκόπηση Μελέτης

Η διατριβή είναι μοιρασμένη σε οχτώ μέρη, από τα οποία τα κεφάλαια 1 – 5 περιλαμβάνουν τον πυρήνα της εργασίας. Ακολουθεί μια σύνοψη των κυριότερων σημείων κάθε κεφαλαίου:

Στο πρώτο κεφάλαιο ορίζονται οι όροι της συναισθηματικής νοημοσύνης και των Α/Κ, ώστε να γίνει κατανοητή η βάση της μελέτης. Η πρώτη θεμελιώνεται μέσα από τα πορίσματα της επιστήμης των οικονομικών της συμπεριφοράς (Behavioral Economics). Τα δεύτερα κατηγοριοποιούνται σε ανοικτού και κλειστού τύπου, διότι αυτή η κατηγορία αν και εμφανίζει αρκετό ενδιαφέρον, δεν έχει προσελκύσει αρκετή φιλολογία πάνω της. Παράλληλα σκιαγραφείται το πλαίσιο μέσα στο οποίο θα κινηθεί η υπόλοιπη διατριβή, ώστε να οριοθετηθεί το αντικείμενο που θα αναλυθεί.

Ο μηχανισμός με τον οποίο ο επενδυτής λαμβάνει αποφάσεις αποτελεί το αντικείμενο του δευτέρου κεφαλαίου. Στο ίδιο κεφάλαιο γίνεται λόγος και για τον τρόπο που καθορίζονται οι προτιμήσεις του και εξετάζεται ο διαχρονικός τους χαρακτήρας. Επιπλέον παραθέτονται και αναλύονται οι κυριότερες μεροληψίες και σφάλματα στα οποία υποπέφτει από την φύση του ο ανθρώπινος νους και αλλοιώνουν την ορθολογική συμπεριφορά του.

Το τρίτο κεφάλαιο καταπιάνεται με τον τρόπο λειτουργίας της αγοράς. Συγκεκριμένα εξηγεί πως ο μηχανισμός του «θορύβου» (Noise) που από τη μια πλευρά την κάνει αποτελεσματική, από την άλλη της προσδίδει αβεβαιότητα. Διαχωρίζει τους παίχτες σε δύο κατηγορίες, λογικούς και μη λογικούς, ανιχνεύει τον τρόπο δράσης της κάθε μίας και επικεντρώνεται στις μεταξύ τους αλληλεπιδράσεις.

Ο συνδυασμός των κεφαλαίων δύο και τρία προλειαίνει το έδαφος για την παρουσίαση του αντικειμένου του τετάρτου κεφαλαίου. Στο κεφάλαιο αυτό λοιπόν παρουσιάζεται μια γενική θεωρία, η οποία αναλύει πως τα οικονομούντα άτομα λαμβάνουν αποφάσεις υπό συνθήκες αβεβαιότητας. Πρόκειται για μια εναλλακτική λύση, την οποία προτείνουν οι κριτικοί της θεωρίας της χρησιμότητας. Πυρήνας της είναι η θεωρία ενδεχομένων (prospect theory), η οποία αναλύεται διεξοδικά. Εν συνεχεία γίνεται αναφορά στα υπόλοιπα στοιχεία που την ενισχύουν, όπως η διανοητική λογιστική, η αποστροφή για μετάνοια και ο αυτοέλεγχος. Παράλληλα παρουσιάζεται και ο αντίλογος από τη θεωρία του Κωνσταντινίδη (Constantinidis Theory) που προτάσσει την άριστη στρατηγική από πλευράς αντιμετώπισης φόρων, για κατοχύρωση των κερδών και αναγνώριση ζημιών, μετά από ρευστοποίηση τίτλων. Τέλος γίνεται λόγος για το αίνιγμα των πριμ των μετοχών σε σχέση με τα ομόλογα. (Equity premium puzzle) και δίδεται μια πιθανή ερμηνεία με την χρήση της θεωρίας ενδεχομένων.

Στο πέμπτο κεφάλαιο προεκτείνεται η θεωρία προσδοκιών για να εξηγηθούν τα φαινόμενα της «προδιάθεσης» (disposition effect), του «κανόνα αντιπροσώπευσης» (representative heuristic), της πλάνης του καταβληθέντος κόστους (sunk cost fallacy) καθώς και του «πλαϊσίου» (framing effect) . Οι έννοιες αυτές είναι απαραίτητες για να κατανοηθεί η επενδυτική συμπεριφορά..

Το έκτο κεφάλαιο περιλαμβάνει την ανάλυση δύο στρατηγικών με τις οποίες οι επενδυτές αγοράζουν ή πωλούν μετοχές, ανάλογα με την παρελθούσα απόδοση. Επίσης γίνεται προσέγγιση, τόσο θεωρητική όσο και πρακτική, στην ουσιαστική διαφοροποίηση των Α/Κ, ανάλογα με το αν έχουν ενεργή (active) ή παθητική διοίκηση (passive management).

Στο έβδομο κεφάλαιο αναφέρονται δύο φαινόμενα που έχουν απασχολήσει πολύ τους οικονομικούς ερευνητές και έχουν σχέση με την επενδυτική συμπεριφορά και τα Α/Κ. Πρόκειται για τις μετατροπή των κλειστών (closed end) Α/Κ σε ανοιχτά (mutual funds) καθώς και για το φαινόμενο της «αλλαγής του χρόνου» (turn of the year effect).

Στο τελευταίο κεφάλαιο της μελέτης συνοψίζονται τα συμπεράσματα της ανάλυσης των παραπάνω κεφαλαίων. Καταλήγει με την αναγνώριση της συνεισφοράς της ψυχολογίας και στο πόσο θα μπορούσε να ωφεληθεί η οικονομική επιστήμη από τα κεκτημένα της πρώτης . Αν και ακόμα βρίσκεται στα σπάργανα η σχέση των δύο επιστημών, ήδη φαίνονται αρκετά ελπιδοφόρα αποτελέσματα στον ορίζοντα. Η παραδοσιακή οικονομική επιστήμη σίγουρα χρειάζεται αναθεώρηση και συμπλήρωση και μέσα από το πρίσμα της ψυχολογίας θα καταφέρει να ερμηνεύσει αποτελεσματικότερα την επενδυτική συμπεριφορά.

Εννοιολογικός Ορισμός Συναισθηματικής Νοημοσύνης και Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Για να μπορέσουμε να κατανοήσουμε πως η συναισθηματική νοημοσύνη έχει τον κύριο λόγο στο καθορισμό μιας επενδυτικής απόφασης θα πρέπει πρώτα να έχουμε ξεκαθαρίσει τι ακριβώς εννοούμε με τον όρο αυτό.

1. Ορίζοντας την Συναισθηματική Νοημοσύνη

Η ανθρώπινη φύση είναι πολύπλοκη, πολυδιάστατη και πολυσύνθετη. Κάθε απόπειρα να την ερμηνεύσουμε μονοδιάστατα, είναι μερική και επομένως ελλιπής. Η συμβατική οικονομική θεώρηση έχοντας δώσει το βάρος της στην «λογική» των ατόμων και στο κατά πόσο αυτά λαμβάνουν αποφάσεις «ορθολογικές» έχει ερμηνεύσει μερικώς μόνο την οικονομική συμπεριφορά.

Ίσως κάτι τέτοιο να ήταν αναγκαίο στα πρώτα βήματα που πραγματοποίησε η οικονομική επιστήμη, ώστε να μπορέσει να απλοποιήσει σε κάποιο βαθμό το αντικείμενο, να εφαρμόσει τα διαθέσιμα εργαλεία και να καταλήξει σε χρήσιμα συμπεράσματα. Τώρα πλέον όμως έχει ωριμάσει και τα κενά, τα ανεξήγητα και τα αδιέξοδα που συνάντησε στο δρόμο της έχουν αυξηθεί και χτυπούν τον προειδοποιητικό κώδωνα για αναθεώρηση και συμπλήρωση της μεθοδολογίας. Συγκεκριμένο παράδειγμα έχουμε από το γεγονός ότι ενώ οι αγορές μετοχών (securities markets) θεωρούνται άκρως αποτελεσματικές, οι ερευνητές έχουν καταγράψει μακροπρόθεσμα ιστορικά φαινόμενα στις εν λόγω αγορές, τα οποία έρχονται σε σύγκρουση με την υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών. Τα φαινόμενα αυτά δεν μπορούν να ερμηνευτούν από θεωρητικά μοντέλα βασιζόμενα στον τέλειο επενδυτικό ορθολογισμό και καλούνται ανωμαλίες της αγοράς μετοχών.

Όπως γίνεται αντιληπτό λοιπόν, δεν είναι τυχαίο πως ένα τεράστιο ρεύμα σύγχρονων οικονομικών ερευνητών δημοσιεύουν συγγράμματα πάνω στην επενδυτική

συμπεριφορά. Πρόκειται για πνεύματα που έχουν αντιληφθεί την ανεπάρκεια και τα όρια των οικονομικών εργαλείων και αναζητούν τρόπους να τα βελτιώσουν. Οι άνθρωποι αυτοί έβαλαν τον θεμέλιο λίθο και ανήγειραν το οικοδόμημα ενός νέου ολόκληρου κλάδου της οικονομικής επιστήμης, ο οποίος ψάχνει για θεωρίες στηριζόμενες στην ψυχολογία ώστε να μπορέσει να εξηγήσει αυτές τις ανωμαλίες. Μέσα στον «κόσμο» του κλάδου αυτού, που ονομάζεται «Οικονομικά της Συμπεριφοράς» (behavioural finance), η βασική υπόθεση εργασίας ορίζει ότι η δομή της πληροφορίας, καθώς και τα χαρακτηριστικά των συμμετεχόντων στην αγορά, επηρεάζουν συστηματικά τις επενδυτικές αποφάσεις αυτών, όπως επίσης και τις εκβάσεις της αγοράς (market outcomes).

Η επενδυτική συμπεριφορά στην οποία εστιάζει η διατριβή αυτή, δεν θα εξεταστεί στα πλαίσια της «ψυχολογίας», λόγω του ότι ο όρος αυτός είναι σχετικά περιοριστικός. Η μελέτη θα κινηθεί στο ευρύτερο πλαίσιο της «συναισθηματικής νοημοσύνης». Ο όρος αυτός εισήχθη το 1990 από δύο Αμερικάνους καθηγητές, τους John Mayer (New Hampshire) και Peter Salovey (Yale), σε δημοσιευμένες εργασίες τους πάνω στην ανθρώπινη ικανότητα στη σφαίρα των συναισθημάτων. Είχαν ανακαλύψει ότι κάποιοι άνθρωποι είναι ικανότεροι από άλλους στην αναγνώριση των συναισθημάτων που έχουν οι ίδιοι ή άλλοι γύρω τους, καθώς επίσης και στην αντιμετώπιση και επίλυση συναισθηματικών προβλημάτων.

Ο ορισμός που δίνουν στην «συναισθηματική νοημοσύνη» (Σ.Ν.) είναι: 'Η ικανότητα να επεξεργάζεται κανείς συναισθηματικές πληροφορίες. Δηλαδή να αντιλαμβάνεται, να απορροφά, να αναλύει, να κατανοεί και να ελέγχει τα συναισθήματα.' Όπως θα φανεί στα επόμενα κεφάλαια, είναι μείζονος σημασίας η επιρροή που αυτή η ικανότητα ασκεί στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Το σε πιο βαθμό το κάθε άτομο μπορεί να ελέγχει τον εαυτό του, τις επιθυμίες και τους φόβους του, την απογοήτευση και τη χαρά του παίζει σπουδαίο ρόλο στο πως το άτομο αυτό θα ενεργήσει ως μονάδα της αγοράς. Αν καταλάβουμε το πως οι άνθρωποι αντιλαμβάνονται, σκέφτονται και αντιδρούν στις πληροφορίες και σε όσα τους συμβαίνουν, θα σχηματίσουμε μια άποψη για την διαδικασία με την οποία λαμβάνουν αποφάσεις και του πως ενεργούν γενικότερα.

Σημαντική είναι η επιρροή της Σ.Ν. και στον μηχανισμό με τον οποίο το άτομο επιλέγει ανάμεσα σε αμοιβαίως αποκλειόμενα ενδεχόμενα καθώς και στην διαμόρφωση των προτιμήσεών του. Τα παραπάνω επιβεβαιώνονται σε έρευνες που έχουν δείξει ότι τα συναισθήματα μας βοηθούν να αποφασίσουμε. Αν για κάποιο λόγο οι νευρώνες που μεταφέρουν στον εγκέφαλό μας τα συναισθήματα διακοπούν, το άτομο αδυνατεί να αποφασίσει. Ο λόγος είναι ότι δεν γνωρίζει πλέον πως θα αισθανθεί για τις επιλογές που θα κάνει. Είναι λογικό κάποιος να επιλέγει έχοντας κατά νου τι επιθυμεί, τι φοβάται καθώς και τις συνέπειες της επιλογής του στη υπάρχουσα κατάσταση. Επίσης την απόφασή του θα επηρεάσουν τα εκάστοτε ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του, πράγμα που σημαίνει ότι για το ίδιο δίλημμα θα υπάρχουν διαφορετικές επιλογές.

Ενώ λοιπόν η παραδοσιακή νεοκλασική θεωρία θέλει τα οικονομούντα άτομα να λειτουργούν ως «ρομπότ» που πράττουν όλα το ίδιο, σαν να ήταν καλοκουρδισμένες μηχανές πανομοιότυπες η μία με την άλλη, έρχεται η Σ.Ν. να συμπληρώσει την θεωρία και να δει τον κόσμο μέσα από νέο πρίσμα. Η νέα θεώρηση προσεγγίζει καλύτερα την πραγματική ανθρώπινη συμπεριφορά από ότι οι κλασσικοί συγγραφείς θέλανε να περιγράψουν με τα δικά τους μοντέλα.

2. Ορισμός και κατηγορίες Αμοιβαίων Κεφαλαίων

Το Α/Κ είναι μια συλλογική προσπάθεια πολλών ατόμων να επενδύσουν τα χρήματά τους, ώστε να επιμερίσουν τον κίνδυνο αλλά και τα οφέλη. Οι πόροι που συλλέγονται σε ένα μεγάλο «καλάθι» διαχειρίζονται επ' αμοιβής από τρίτους εντεταλμένους για τον σκοπό αυτό, οι οποίοι και αποφασίζουν αν θα επενδύσουν σε μετοχές, ομόλογα και άλλους τίτλους. Οι επενδυτές ανάλογα με τα χρήματα που έχουν συνεισφέρει λαμβάνουν μερίδια του Α/Κ.

Στην μελέτη αυτή δεν θα ασχοληθούμε με τις διάφορες κατηγορίες Α/Κ, δηλαδή τα εσωτερικού, εξωτερικού, διεθνή, μετοχικά, ομολογιακά, μεικτά, διαθεσίμων κλπ. Άλλωστε ο σκοπός δεν είναι να εντυπώσουμε στη δομή των Α/Κ απλά να τα κατανοήσουμε σαν επενδυτικό προϊόν και να δούμε πως τα αντιμετωπίζουν οι

επενδυτές. Η μόνη αναφορά που θα γίνει είναι σε μια διαφοροποίηση των Α/Κ: Τα ανοιχτού τύπου (open-end) και τα κλειστού τύπου (closed-end).

2.1 Α/Κ ανοιχτού τύπου (open-end)

Τα ανοιχτού τύπου Α/Κ είναι τα πιο δημοφιλή, είναι ευρέως γνωστά και έχουν εξαπλωθεί σημαντικά παγκοσμίως. Ονομάζονται ανοιχτού λόγω του χαρακτηριστικού τους να μπορούν να αυξάνουν το αρχικά καταβληθέν κεφάλαιο, που είναι απαραίτητο για τη σύσταση, με τις χρηματοροές των επενδυτών. Μπορούν και να το μειώσουν όταν γίνονται εξαγορές μεριδίων, όχι όμως κάτω από το απαραίτητο για την λειτουργία τους επίπεδο.

Στα ανοιχτού τύπου οι αγοραπωλησίες μεριδίων γίνονται μεταξύ του Α/Κ και του μεριδιούχου. Τα μερίδια που έχει στην κατοχή του ο επενδυτής δηλώνουν το ποσοστό της ιδιοκτησίας του στο Α/Κ και μπορούν ανά πάσα στιγμή να πωληθούν ή να αποκτηθούν επιπλέον, ανάλογα με την επιθυμία του. Η τιμή αγοράς ή πώλησης αλλάζει καθημερινά, διότι οι τίτλοι στους οποίους είναι επενδυμένα τα μερίδια διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο και η τιμή τους μεταβάλλεται.

Χαρακτηριστικό των Α/Κ αυτής της κατηγορίας είναι επιπλέον ότι η τιμή του μεριδίου είναι καθαρή (Net Asset Value / share), χωρίς πριμ ή εκπτώσεις, που να αντανακλούν την αξία διαχείρισης ή να αποτιμούν την ικανότητα των διαχειριστών. Αν και χρεώνονται κάποια έξοδα διαχείρισης, αυτά είναι ένα ελάχιστο ποσοστό που παραμένει σταθερό κάθε χρόνο και υπαγορεύει τη φιλοσοφία πως τα Α/Κ αποτιμώνται σε μακροπρόθεσμη βάση. Επομένως οι επενδυτικές αποφάσεις της διαχείρισης δεν αποτυπώνονται βραχυπρόθεσμα, είτε αυτές είναι εύστοχες και επικερδείς, είτε επιζήμιες για την περιουσία του Α/Κ.

2.2 Α/Κ κλειστού τύπου (closed-end)

Τα Α/Κ κλειστού τύπου είναι οι γνωστές εταιρείες επενδύσεως χαρτοφυλακίου (ΕΕΧ). Την ονομασία «κλειστού τύπου» την δικαιολογεί το γεγονός ότι οι εταιρείες αυτές εκδίδουν ένα συγκεκριμένο ποσό μετοχών και από εκεί και πέρα δεν έχουμε μεταβολές λόγω εξαγορών από επενδυτές.

Μολονότι υπάρχουν κοινά σημεία μεταξύ των δύο τύπων A/K οι μεταξύ τους διαφορές είναι ουσιώδεις και έγκεινται στις εξής: Οι EEX δεν έχουν μερίδια, αλλά μετοχές οι οποίες είναι αντικείμενο χρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης. Συνεπάγεται πως οι επενδυτές δεν αγοράζουν τις μετοχές από την ίδια την εταιρεία, αλλά τις αποκτούν μέσω χρηματιστηριακών πράξεων από άλλους επενδυτές, στην εκάστοτε ισχύουσα τιμή που όπως είναι φυσικό μεταβάλλεται καθημερινά.

Σε αυτό το σημείο είναι θεμιτό να επισημανθεί ότι η τιμή διαπραγμάτευσης των μετοχών της EEX διαφέρει από την καθαρή τιμή που δικαιολογείται από το ύψος της περιουσίας (μετοχές άλλων εταιρειών) που το A/K διαθέτει. Αν η αγοραία τιμή της μετοχής (χρηματιστηριακή τιμή) είναι μεγαλύτερη από την καθαρή (NAV / share) τότε υπάρχει πριμ (premium), ενώ στην αντίθετη περίπτωση όπου η αγοραία είναι μικρότερη από την ΚΠΑ / μετοχή, λέμε ότι διαπραγματεύεται με έκπτωση (discount).

Παρατηρούμε λοιπόν ένα μοναδικό φαινόμενο όπου και το ενεργητικό της EEX (οι μετοχές εισηγμένων εταιρειών που έχει αγοράσει) και οι μετοχές της ίδιας της EEX αποτιμώνται καθημερινά στο χρηματιστήριο και μάλιστα σε τιμές διαφορετικές. Από τα πριμ και τις εκπτώσεις συμπεραίνουμε πως εκτιμούν οι επενδυτές την πορεία της EEX, την διαχείριση και τις προοπτικές της.

Πολλά έχουν γραφτεί για να εξηγήσουν αυτή την διαφοροποίηση στις τιμές και έχουν προταθεί διάφοροι παράγοντες για να την εξηγήσουν. Μερικοί από αυτούς είναι το κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost), οι φορολογικές υποχρεώσεις (tax liabilities) και η ρευστότητα του ενεργητικού (liquidity of assets¹). Δυστυχώς όμως ο βαθμός ερμηνείας των συγκεκριμένων θεωριών είναι ανεπαρκής και η έρευνα συνεχίζεται. Πιο πιθανοί παράγοντες φέρονται να είναι η αλληλεπίδραση μεταξύ «λογικών» (rational) και «μη ορθολογικών» (irrational) επενδυτών καθώς και οι προσδοκίες που έχουν για το μέλλον. Η αλληλεπίδραση όμως αυτή θα αναλυθεί στο τρίτο κεφάλαιο, όπου θα δούμε πως η έννοια του «θορύβου», επηρεάζει τις τιμές και παραμορφώνει την πραγματικότητα.

¹ Lee C, Shleifer A, Thaler H. R, Μάρτιος 1991, “Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle”, *Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 1, pp. 75-84.

Από την άλλη πλευρά υπάρχουν και θεωρίες που δικαιολογούν την απόσταση μεταξύ των δύο τιμών ισχυριζόμενες τα εξής: Δεν υπάρχει λόγος η τιμή της μετοχής της EEX (που στην ουσία αντιπροσωπεύει ένα δικαίωμα στα μελλοντικά κέρδη της) να είναι ίση με την αξία του ενεργητικού της (που απαρτίζεται από μετοχές άλλων εταιρειών και οι οποίες μακροπρόθεσμα αλλάζουν). Το να είναι ίσες θα το περίμενε κανείς, μόνο εάν ήταν σίγουρος ότι το χαρτοφυλάκιο των μετοχών στο οποίο έχει επενδύσει το ενεργητικό της η EEX θα έμενε αναλλοίωτο για πάντα. Επομένως αν αναμένονται αλλαγές στη σύσταση του χαρτοφυλακίου, τέτοιες ώστε αυτό να βελτιστοποιηθεί τότε είναι φυσικό να διαπραγματεύεται η μετοχή της με πριμ.

Επεκτείνοντας περαιτέρω την επιχειρηματολογία τους, ισχυρίζονται πως όσο πιο σημαντικές είναι οι αλλαγές, όσο πιο βέλτιστη αναμένεται να γίνει η σύνθεση και όσο υψηλότερα τα μελλοντικά κέρδη που προσδοκούν οι επενδυτές, τόσο μεγαλύτερο θα είναι και το πριμ. Απεναντίας όσο πιο δυσμενείς προβλέψεις κάνουν οι επενδυτές για τις μεταβολές του χαρτοφυλακίου, τόσο περισσότερο απεικονίζεται η απαισιοδοξία τους στις εκπτώσεις. Επειδή ένας πολύ σημαντικός δείκτης των αλλαγών του χαρτοφυλακίου των EEX, είναι μεταξύ άλλων και ο λόγος του κύκλου εργασιών (turnover ratio²), υπάρχει μεγάλη θετική συσχέτιση ανάμεσα σε αυτόν και στο μέγεθος της διαφοροποίησης της τιμής. Συγκεκριμένα όσο υψηλότερος ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη η απόσταση μεταξύ αγοραίας τιμής μετοχής και ΚΠΑ / μετοχή. Από την άλλη πλευρά όσο μικρότερος ο δείκτης, τόσο περισσότερο συγκλίνει η μια τιμή με την άλλη.

Αξιοσημείωτο είναι ότι ενώ η διαφοροποίηση στην τιμή θα μπορούσε να εξαλειφθεί μέσω αντισταθμιστικής κερδοσκοπίας (arbitrage) αυτό στην πράξη δεν συμβαίνει. Θα μπορούσε λοιπόν κάποιος επενδυτής να προβεί σε short selling των μετοχών που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο της EEX και εν συνεχεία με τα χρήματα αυτά να αγοράσει με έκπτωση μετοχές της ίδιας της EEX. Ο σημαντικότερος λόγος που δεν συμβαίνει είναι ότι υπάρχουν όρια στο arbitrage. Δεν έχει ο επενδυτής απεριόριστο χρόνο και χρήμα στη διάθεσή του. Τοιουτοτρόπως, ανά πάσα στιγμή είναι πιθανό να υποχρεωθεί να ρευστοποιήσει τις θέσεις του, εάν υπό κάποιες συνθήκες χρειαστεί

² Ο λόγος του κύκλου εργασιών (turnover ratio) ισούται με το μικρότερο ποσό εκ των αγορών ή πωλήσεων μετοχών του χαρτοφυλακίου της EEX, προς τον μηνιαίο μέσο του συνολικού καθαρού ενεργητικού (net assets) κατά την διάρκεια του χρόνου.

κεφάλαια. Ελλείπει διορθωτικών κινήσεων και δυνατοτήτων εξισορρόπησης, η ανωμαλία αυτή εξακολουθεί να υφίσταται και να απασχολεί τους ερευνητές.

Λήψη αποφάσεων – Προτιμήσεις - Μεροληψίες

Το οικονομούν άτομο κατά τη διάρκεια της ζωής του έρχεται αντιμέτωπο με μια πληθώρα επιλογών και διλημμάτων. Λόγω του πλήθους των πληροφοριών που το βομβαρδίζουν, η επιλογή της καλύτερης πορείας δράσης αποτελεί συχνά δύσκολη υπόθεση. Σ' αυτό το σημείο έρχεται θεωρία λήψης αποφάσεων να συνεισφέρει μια μεθοδολογία για την καλύτερη αντιμετώπιση και επίλυση τέτοιου είδους προβλημάτων.

1. Θεωρία λήψης αποφάσεων

Η θεωρία αυτή αποτελεί ένα σύνολο γνώσεων και αναλυτικών τεχνικών, σχεδιασμένων με τρόπο τέτοιο ώστε να βοηθούν τον λήπτη αποφάσεων να επιλέξει ανάμεσα σε εναλλακτικές επιλογές υπό το φως των συνεπειών τους. Οι επιλογές αυτές είναι συνήθως αμοιβαίως αποκλειόμενες και αποτελούν δρόμους που οδηγούν στην επίτευξη κάποιου στόχου. Οι στόχοι με τη σειρά τους συνήθως είναι ανταγωνιστικοί, με την έννοια ότι η βελτίωση του ενός προϋποθέτει την χειροτέρευση του άλλου. Αυτό είναι συνέπεια είτε των περιορισμένων πόρων που διαθέτει ο επενδυτής (π.χ. εισόδημα) είτε λόγω κάποιων ορίων και περιορισμών που τίθενται από εξωγενείς παράγοντες.

Η θεωρία αποφάσεων μπορεί να εφαρμοστεί σε συνθήκες σε συνθήκες βεβαιότητας, αλλά και σε συνθήκες αβεβαιότητας και ρίσκου. Στην πρώτη περίπτωση ο επενδυτής έχει να επιλέξει ανάμεσα σε εναλλακτικές, όπου η κάθε μία οδηγεί σε μια γνωστή συνέπεια, οπότε η επιλογή εναλλακτικών ισοδυναμεί με επιλογή συνεπειών. Στην περίπτωση αποφάσεων υπό καθεστώς κινδύνου (risk) κάθε εναλλακτική τον κατευθύνει σε μια σειρά πιθανών συνεπειών, όπου η πιθανότητα κάθε συνέπειας είναι γνωστή. Δηλαδή κάθε εναλλακτική σχετίζεται με μια κατανομή πιθανοτήτων (probability distribution) και άρα ο επενδυτής έχει να επιλέξει ανάμεσα σε γνωστές κατανομές πιθανοτήτων. Τέλος, όταν οι κατανομές είναι άγνωστες τότε υπάρχει καθεστώς αβεβαιότητας.

Η θεωρία αναγνωρίζει ότι η κατάταξη των επιλογών σύμφωνα με κάποιο κριτήριο θα πρέπει να είναι σύμφωνη με τους στόχους και τις προτιμήσεις του λήπτη αποφάσεων. Για το λόγο αυτό προσφέρει ένα σύνολο τεχνικών και διαδικασιών που αποκαλύπτουν αυτές ακριβώς τις προτιμήσεις, ώστε να εισαχθούν μέσα στα μοντέλα αποφάσεων. Δεν ασχολείται με τον ορισμό των στόχων, τον σχεδιασμό των εναλλακτικών ή την εκτίμηση των συνεπειών, διότι όλα αυτά τα θεωρεί ως προκαθορισμένα. Δημιουργώντας σύνολα με στόχους, εναλλακτικές, συνέπειες και την μεταξύ τους σχέση, προσφέρει απλές διαδικασίες επιλογής ανάμεσα σε αυτά.

Στις περιπτώσεις λήψεως αποφάσεων υπό βεβαιότητα οι προτιμήσεις του λήπτη, προσομοιώνονται με μια μονοπαραγοντική ή πολυπαραγοντική συνάρτηση αξίας (value function) η οποία ταξινομεί τα σετ των συνεπειών και επομένως κατατάσσει τις εναλλακτικές επιλογές. Στις περιπτώσεις όμως που υπάρχει ρίσκο τότε η θεωρία βασίζεται στην έννοια της χρησιμότητας (utility). Οι προτιμήσεις του λήπτη των αποφάσεων για τις αμοιβαίως αποκλειόμενες συνέπειες μιας εναλλακτικής, περιγράφονται από την συνάρτηση χρησιμότητας (utility function), η οποία επιτρέπει τον υπολογισμό της αναμενόμενης χρησιμότητας (expected utility) για κάθε εναλλακτική. Η εναλλακτική με την υψηλότερη αναμενόμενη χρησιμότητα είναι αυτή που θα προτιμηθεί. Στην τελευταία κατηγορία, όπου κυριαρχεί το στοιχείο της αβεβαιότητας, η θεωρία αποφάσεων έχει δύο προσεγγίσεις. Η μία είναι αυτή της θεωρίας παιγνίων (game theory) σύμφωνα με την οποία προτιμάται εκείνη η εναλλακτική, της οποίας η χειρότερη δυνατή συνέπεια είναι καλύτερη από την κάλλιστη δυνατή συνέπεια των άλλων εναλλακτικών. Η δεύτερη προσέγγιση εξομοιώνει τις συνθήκες αβεβαιότητας με αυτές του ρίσκου, χρησιμοποιώντας υποκειμενικές πιθανότητες (subjective probabilities), οι οποίες βασίζονται σε ειδικές εκτιμήσεις ή σε αναλύσεις προγενέστερων αποφάσεων σε παρόμοιες καταστάσεις.

1.1. Χρονικός Ορίζοντας και λήψη αποφάσεων

Αν εξετάσουμε τις μεταβολές οποιασδήποτε αγοράς θα διαπιστώσουμε ότι δύο είναι οι κύριοι παράγοντες που προδηλώνουν προς το ποια κατεύθυνση θα κινηθεί μελλοντικά:

- Η ψυχολογία των επενδυτών
- Τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία (fundamentals)

Ο καθένας από τους δύο παραπάνω καθοριστικούς παράγοντες έχει το δικό του βάρος και υπερισχύει του άλλου ανάλογα με το χρονικό πλαίσιο στο οποίο θα εξεταστεί. Βραχυχρονίως η μεταβλητότητα τις αγοράς ερμηνεύεται κυρίως από την ψυχολογία των επενδυτών. Οι οικονομικοί αναλυτές έχουν από καιρό ανακαλύψει ότι οι κινήσεις των τιμών των μετοχών αν εξεταστούν από μέρα σε μέρα ή από μήνα σε μήνα, δείχνουν σχεδόν παράλογες. Απότομα ανεβάσματα και ξαφνικές πτώσεις του δείκτη σχετίζονται περισσότερο με τις άμεσες εικασίες των επενδυτών ως προς την πορεία των μετοχών, παρά με πραγματικές οικονομικές τάσεις.

Απεναντίας σε μακροχρόνιο ορίζοντα, συνολικές τάσεις της αγοράς, όπως τα κέρδη των εταιρειών, οι οικονομικοί κύκλοι, τα επιτόκια, δείχνουν να είναι αυτές που καθορίζουν τις οικονομικές εξελίξεις. Δεν αμφισβητεί κανείς ότι και μακροχρόνια αποτυπώνεται η επενδυτική ψυχολογία, αλλά αν ελέγξει κανείς τις μεταβολές των μεταβλητών χρόνο με το χρόνο θα διαπιστώσει ότι άλλοι είναι οι υπαίτιοι παράγοντες. Εν κατακλείδι, λήψη επενδυτικών αποφάσεων βραχυχρονίως επηρεάζεται από την συναισθηματική νοημοσύνη του επενδυτή, ενώ μακροχρονίως το κύριο βάρος μιας απόφασης το φέρουν τα θεμελιώδη στοιχεία της αγοράς.

Μια άλλη διάσταση του χρόνου που πρέπει να έχουμε κατά νου, είναι το πώς επηρεάζονται οι αποφάσεις ενός επενδυτή από την διαφορετική ερμηνεία που δίνει ο ίδιος σε πληροφορίες με διαφορετικό χρονικό βάρος. Δηλαδή άλλα συμπεράσματα εξάγει κανείς από μηνιαία δεδομένα στις μεταβολές της τιμής μιας μετοχής και άλλα από ετήσια. Συγκεκριμένα από μηνιαία δεδομένα τα κέρδη και οι ζημιές που έχει μια μετοχή, είναι τις περισσότερες φορές άκρως αποτρεπτικά σε σχέση με τα αντίστοιχα ετήσια. Σε τέτοιο βαθμό που ούτε και ο πιο λάτρης του κινδύνου δεν θα επένδυε σε αυτές. Επομένως αν ένας επενδυτής αποφασίσει να πάρει μια θέση σε μετοχές πρέπει να δεσμευτεί ψυχολογικά, ότι θα παραμείνει σε αυτή τη θέση για πολύ καιρό, αν θέλει να βγει κερδισμένος.

1.2. Ψυχολογία της αγέλης (herd mentality)

Τα οικονομικά της συμπεριφοράς προσεγγίζουν την επιρροή της ψυχολογίας στις εξελίξεις της αγοράς με διττό τρόπο. Εξετάζουν τον επενδυτή ως μονάδα αλλά και το σύνολο των επενδυτών. Η ατομική ψυχολογία ασχολείται με την συμπεριφορά ενός

ατόμου και η ομαδική βγάζει συμπεράσματα βασιζόμενη στη συμπεριφορά της ομάδας, του όχλου, της αγέλης.

Ο επενδυτής στις βραχυχρόνιες επενδυτικές επιλογές του επηρεάζεται όπως ήδη αναφέρθηκε από ψυχολογικούς παράγοντες περισσότερο από τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία και τις τεχνικές αναλύσεις. Έρευνες έχουν δείξει πως ο επενδυτής απολαμβάνει πολλά ψυχολογικά πλεονεκτήματα όταν «ακολουθεί την αγέλη» (herding) στις αποφάσεις που λαμβάνει. Πρωτίστως μειώνει το χρόνο που απαιτείται για να αναλυθεί σωστά μια απόφαση και δεύτερον περιορίζει πιθανά μελλοντικά αισθήματα λύπης και μετάνοιας αν η επενδυτική απόφαση αποδειχθεί εσφαλμένη. Αυτό συμβαίνει διότι οι επενδυτές νοιώθουν πιο άνετα γνωρίζοντας ότι δεν ήταν οι μόνοι που πήραν την λάθος απόφαση.

Η φιλοσοφία της αγέλης σχετίζεται άμεσα με τις επενδύσεις, αφού τις επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό και συχνά έχει καταστρεπτικές συνέπειες. Ένα από τα πιο γνωστά παραδείγματα είναι η «Μαύρη Δευτέρα» τις 19 Οκτωβρίου 1987, όπου ο Dow Jones Industrial Average, έχασε σχεδόν 23% της αξίας του μέσα σε μια μόλις μέρα, σημειώνοντας την μεγαλύτερη ημερήσια πτώση στην ιστορία. Το συγκλονιστικό είναι ότι εκείνη τη μέρα δεν υπήρχαν κάποια αρνητικά νέα σχετικά με τις οικονομικές εξελίξεις. Απλά επειδή η πληροφορία που κυριαρχούσε στην αγέλη ήταν η πτώση των τιμών των μετοχών, οι επενδυτές χωρίς να ενδιαφέρονται για τεχνικές αναλύσεις, εταιρικά κέρδη και προοπτικές, πωλούσαν άρον άρον τα «χαρτιά» τους, με αποτέλεσμα οι τιμές να πέφτουν ακόμα περισσότερο.

Το χρήσιμο συμπέρασμα που προέκυψε είναι ότι η συμπεριφορά του όχλου θα πρέπει να χρησιμοποιείται ως δείκτης αντίθετης κατεύθυνσης όταν εφαρμόζεται στην αγορά. Αναλυτικότερα, όταν το πλήθος των επενδυτών συμφωνεί σε κάτι και κινεί την αγορά προς μια κατεύθυνση, τότε ο επενδυτής ως μονάδα είναι φυσικό να θεωρήσει πως η συναίνεση θα συνεχιστεί επ' αόριστον και η καλύτερη απόφαση είναι να ακολουθήσει την αγέλη. Η σωστή όμως κίνηση είναι να ακολουθήσει αντίθετη κατεύθυνση από αυτή που βαδίζει η αγέλη. Ο επενδυτής που κερδίζει είναι αυτός που εφαρμόζει το αντίθετο από εκείνο που σε μια πρώτη ματιά φαντάζει λογικό. Όταν η αγορά είναι ανοδική (bull market) εκείνος είναι έτοιμος να πουλήσει και όταν η

αγορά είναι καθοδική (bear market) εκείνος αψηφώντας τις προτροπές του πλήθους αγοράζει.

Ο οξύνους επενδυτής που έχει κατανοήσει πλήρως την φιλοσοφία της αγέλης, έχει συλλάβει την «αντίθετη με το ένστικτο» φύση της αγοράς. Όταν οι μετοχές δείχνουν ελκυστικές, η αγέλη αγοράζει και οι διεθνείς οίκοι προτείνουν αγορές, εκείνος αντιλαμβάνεται ότι ήδη έχει τοποθετηθεί αρκετό χρήμα και έχει ανεβάσει τις τιμές στα ύψη με αποτέλεσμα να πουλάει. Διότι γνωρίζει ότι όταν όλα φαντάζουν εξαιρετικά καλά, οι πιθανότητες να συνεχίσουν να βελτιώνονται είναι πολύ λιγότερες από τις πιθανότητες η αγορά να γυρίσει από την άλλη (κυκλικός χαρακτήρας της αγοράς). Αντίθετα όταν τα δεδομένα λένε ότι δεν είναι καλή η χρονική στιγμή για τοποθετήσεις σε μετοχές, ομόλογα, A/K, εκείνος αγοράζει γιατί ξέρει ότι είναι πολύ καλύτερα τότε, παρά όταν οι αναλύσεις θα τα παρουσιάζουν όλα θετικά.

2. Μεροληψίες κατά την λήψη αποφάσεων

Αν και η οικονομική θεωρία εικάζεται ότι οι επενδυτές υιοθετούν ορθολογική συμπεριφορά κατά τις δράση τους στην αγορά, δεν προσεγγίζει την πραγματική επενδυτική αντίδραση στα δεδομένα της αγοράς. Αυτό συμβαίνει διότι στην οικονομική ανάλυση δεν συμπεριλαμβάνονται οι ανθρώπινες αδυναμίες που είναι είτε νοητικές είτε συναισθηματικές και συνδέονται άμεσα με την διαδικασία λήψης αποφάσεων. Η συναισθηματική νοημοσύνη των ατόμων, που ερευνάται από τα οικονομικά της συμπεριφοράς, έρχεται να διορθώσει αυτή την «αστοχία». Παρατηρεί τις επενδυτικές αδυναμίες, όπως τις λάθος εκτιμήσεις για τα ίδια συμφέροντα και τις πραγματικές επιθυμίες τους, τα σχετικά δεδομένα που τείνουν να αγνοούν στις αποφάσεις τους και τα όρια τις ικανότητάς τους να δεχθούν συμβουλές και να ζήσουν με τις αποφάσεις που παίρνουν.

Κάθε απόφαση, όπως προαναφέρθηκε, μπορεί να περιγραφεί ως επιλογή μεταξύ στοιχημάτων, διότι οι εκβάσεις των δυνατών επιλογών δεν είναι παντελώς γνωστές εκ των προτέρων. Δύο είναι οι καθοριστικοί παράγοντες που χαρακτηρίζουν ένα στοίχημα:

- Το εύρος των δυνατών εκβάσεων (outcomes)
- Η πιθανότητα να προκύψει η κάθε έκβαση

Οι επενδυτές κρίνουν και εκτιμούν τις πιθανότητες αυτές, ορίζουν τιμές σε όρους χρησιμότητας για τις εκβάσεις, και συνδυάζοντας το τι πιστεύουν με τις τιμές αυτές καταφέρνουν να σχηματίσουν προτιμήσεις σχετικά με τις αβέβαιες διαθέσιμες επιλογές.

Το ζήτημα που προκύπτει είναι ότι κατά την διαδικασία της εκτίμησης των πιθανοτήτων, οι επενδυτές συνήθως σφάλουν με διάφορους τρόπους. Τα συστηματικά λάθη της κρίσης τους καλούνται μεροληπτικά σφάλματα (biases).

2.1. Μεροληψίες κατά την κρίση (Judgment biases)

Το περιβάλλον μέσα στο οποίο ο λήπτης αποφάσεων καλείται να πάρει μια απόφαση, χαρακτηρίζεται από πολυπλοκότητα και αβεβαιότητα. Τα χαρακτηριστικά αυτά ωθούν τον επενδυτή να αποφασίσει με τη βοήθεια της διαίσθησής του. Το πρόβλημα που υπάρχει όμως είναι ότι η διαίσθηση των επενδυτών είναι διαχέεται από νοητικές αυταπάτες, οι οποίες δύσκολα εξαλείφονται και συχνά οδηγούν σε σφάλματα. Επειδή η διαίσθηση εξαπατάται όπως και το μυαλό από τις οφθαλμαπάτες, καταλαβαίνουμε ότι δεν είναι αξιόπιστη και πρέπει πάντα να συμπληρώνεται ή και να αντικαθίσταται ακόμα από κριτική και αναλυτική σκέψη. Διαπιστώνουμε πόσο χρήσιμο είναι λοιπόν για τον λήπτη αποφάσεων το προσόν να αναγνωρίζει τις καταστάσεις εκείνες όπου είναι πολύ πιθανό κάποιος να πέσει σε σφάλμα.

Ας δούμε τις πιο σημαντικές από τις μεροληψίες στην κρίση των επενδυτών, λόγω των οποίων θα αναλάβουν ρίσκα χωρίς να το γνωρίζουν, θα διαπιστώσουν ότι υπάρχουν και άλλες εκβάσεις τις οποίες δεν είχαν προϋπολογίσει και άρα δεν περίμεναν, θα είναι επιρρεπείς σε αδικαιολόγητες αγοραπωλησίες και τέλος θα ρίχνουν το φταίξιμο στους εαυτούς τους ή και σε τρίτους που πιθανόν να τους έχουν συμβουλευσει.

2.1.1. Υπερβολική Αυτοπεποίθηση (Overconfidence)

Οι αναλυτές της θεωρίας αποφάσεων έχουν διαπιστώσει πως όταν κάποιος πρέπει να αποφασίσει για κάτι που δεν γνωρίζει με βεβαιότητα, είναι θεμιτό να προβαίνει σε εκτιμήσεις χρησιμοποιώντας διαστήματα εμπιστοσύνης, παρά σημειακές εκτιμήσεις.

Ως διάστημα εμπιστοσύνης ορίζουμε ένα εύρος τιμών μέσα στο οποίο με συγκεκριμένη πιθανότητα πιστεύουμε ότι βρίσκεται η ζητούμενη τιμή.

Για παράδειγμα αν η τιμή μιας μετοχής κυμαίνεται επί μακρό διάστημα γύρω από τα 25 € με μικρή μεταβλητότητα (volatility), αν μας ρωτήσει κανείς που πιστεύουμε ότι θα βρίσκεται σε ένα μήνα από σήμερα, μπορούμε να εκτιμήσουμε ότι με πιθανότητα 98% θα βρίσκεται μεταξύ 22€- 28€ Αφήνουμε 1% πιθανότητα να είναι πάνω από 28€ και άλλο 1% να είναι κάτω από τα 22€ Αν η κρίση μας δεν είναι μεροληπτική και είμαστε καλοί κριτές των ορίων των γνώσεών μας, είναι κατά 98% πιθανόν η ζητούμενη τιμή να βρεθεί εντός του διαστήματος σε ένα μήνα.

Κάτι τέτοιο όμως δεν συμβαίνει στην πράξη τόσο συχνά όσο θα ανέμενε κανείς, γιατί οι περισσότεροι επενδυτές δεν είναι τόσο καλά «καλιμπραρισμένοι» στις κρίσεις τους. Συγκεκριμένα έχει παρατηρηθεί πως αντί για 2% πιθανότητα να πέφτουν έξω, το ποσοστό αστοχίας τους είναι δεκαπλάσιο (20%). Το φαινόμενο αυτό είναι γνωστό ως υπερβολική αυτοπεποίθηση (overconfidence) και είναι τόσο διαδεδομένη ανάμεσα στους επενδυτές που παρατηρείται ακόμα και όταν απαιτείται από αυτούς να είναι προσεχτικοί στα διαστήματα εμπιστοσύνης που θέτουν. Το χρήσιμο συμπέρασμα που έχουν εξάγει οι αναλυτές είναι, ότι αν κάποιος πει ότι είναι σχεδόν σίγουρος για κάτι (πιθανότητα 98%), το πιο πιθανό είναι η πραγματική πιθανότητα να είναι κοντά στο 85%.

2.1.2. Αισιοδοξία (Optimism)

Ένα ακόμα ισχυρότατο μεροληπτικό σφάλμα στο οποίο υποπέφτουν αρκετοί επενδυτές είναι να βλέπουν τα πάντα γύρω τους μέσα από ένα πρίσμα αισιοδοξίας. Το σφάλμα αυτό μάλιστα έχει ασύμμετρες επιρροές, καθώς αλλοιώνει με διττό τρόπο τις εκτιμήσεις τους.

Η μία έκφανση της μεροληψίας φαίνεται όταν ερωτηθεί κάποιος αν είναι για παράδειγμα καλός οδηγός, ικανός καθηγητής, εμπνευσμένος ζωγράφος ή συγγραφέας, εκείνος κατά 80% θα ισχυριστεί ότι είναι, όχι γιατί θα ψεύδεται αλλά γιατί αυτό θα πιστεύει για τον εαυτό του. Η αισιοδοξία μας κάνει να υπερβάλλουμε όταν εκτιμούμε τα ταλέντα μας και τις ικανότητές μας.

Από την άλλη πλευρά όμως, όταν κάποιος κληθεί να εκτιμήσει την πιθανότητα για τις εκβάσεις ενός στοιχήματος, εκείνος θα υποεκτιμήσει το ποσοστό να έρθει το κακό αποτέλεσμα. Έτσι αν ερωτηθούν για παράδειγμα οι πρωτοετείς φοιτητές ενός πανεπιστημίου, πόσοι πιστεύουν ότι δεν θα περάσουν όλα τα μαθήματα του πρώτου έτους σε μια εξεταστική, εκείνοι θα νομίζουν ότι κατά 10 με 15% θα αποτύχουν, όταν το πραγματικό ποσοστό είναι πολύ παραπάνω.

Οι αισιόδοξοι επενδυτές χαρακτηρίζονται από την ψευδαίσθηση του ελέγχου, δηλαδή υπερβάλλουν στην εκτίμηση της ικανότητας τους να ελέγχουν τη μοίρα τους. Θεωρούν ότι σχεδόν τίποτε δεν είναι τυχαίο διότι δεν πιστεύουν τόσο στο ρόλο που παίζει η θεά τύχη στις ανθρώπινες σχέσεις. Με αυτό κατά νου αντιλαμβανόμαστε γιατί τείνουν να θεωρούν παιχνίδια τύχης ως παιχνίδια ικανοτήτων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα οι τζογαδόροι (ρουλέτα, ζάρια, χαρτιά) και οι σπεκουλαδόροι (σε μετοχές, συνάλλαγμα) που όταν κερδίζουν εκθειάζουν τις ικανότητές τους ως ικανούς και έξυπνους παίχτες που μπορούν και νικούν το σύστημα.

Το δυσάρεστο είναι ότι η αισιοδοξία σε συνδυασμό με την υπερβολική αυτό-πεποίθηση αποτελούν ένα μεθυστικό κοκτέιλ που παρασύρει τους επενδυτές να υπερεκτιμούν τις γνώσεις τους να υποτιμούν το ρίσκο και να υπερβάλλουν όσο αφορά τις ικανότητές τους να ελέγχουν τον ρου τον γεγονότων. Παρόλα αυτά όπως θα δούμε ευθύς παρακάτω, όταν οι εσφαλμένες εκτιμήσεις εμφανιστούν μπροστά τους, εκείνοι δεν δείχνουν και τόσο έκπληκτοι όσο θα ανέμενε κανείς.

2.1.3. Στερνή γνώση (Hindsight bias)

Από τα πιο πολυσυζητημένα και ερευνημένα μεροληπτικά σφάλματα στην κρίση των επενδυτών είναι το φαινόμενο της στερνής γνώσης. Ο πρώτος ερευνητής που το παρατήρησε είναι ο Baruch Fischhoff³, όταν διαπίστωσε τα εξής:

- Όταν ένα συμβάν αναφερθεί ότι μπορεί να συμβεί, αυξάνει την αντιλαμβανόμενη από εμάς πιθανότητα ότι μπορεί να συμβεί.
- Οι άνθρωποι που έχουν λάβει γνώση ενός γεγονότος, δεν αντιλαμβάνονται ότι αυτή η γνώση άλλαξε πλέον τις αντιλήψεις τους.

³ Fischhoff, B. (1975): "Hindsight / foresight: The effect of outcome knowledge on judgement under uncertainty". Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance, 1, 288-299

Συνδυάζοντας αυτά τα δύο κατέληξε στο χρήσιμο συμπέρασμα, ότι η μεροληψία από τη στερνή γνώση, κάνει τους ανθρώπους να υπερβάλλουν στον βαθμό που νομίζουν ότι τα προγενέστερα της πληροφορίας πιστεύω τους, ήταν παρόμοια με τα μεταγενέστερα. Για αυτό πολλές φορές νομίζουμε ότι «το ξέραμε από την αρχή ότι θα συνέβαινε κάτι». Προέκταση του συμπεράσματος αποτελεί και το πόρισμα, πως οι άνθρωποι δεν αφαιρούν σε ικανοποιητικό βαθμό από το μυαλό τους την πληροφόρηση που τώρα έχουν για μια έκβαση, όταν τους ζητηθεί να φανταστούν τι θα πίστευαν ότι θα συνέβαινε αν δεν είχαν την πληροφορία. Γι' αυτό τείνουν να υπερεκτιμούν την έκταση στην οποία νόμιζαν ότι είχαν προδεί την πιθανότητα να συμβεί κάτι.

Ο ορισμός της μεροληψίας λόγω στερνής γνώσης λαμβάνει υπόψη τις αντιλήψεις των ατόμων, του πως αυτά θα απαντούσαν σε μια ερώτηση απώσεως της πληροφορίας που τώρα έχουν. Πρόκειται για την τάση των ανθρώπων που γνωρίζουν την έκβαση ενός συμβάντος, να πιστεύουν εσφαλμένα ότι θα είχαν προβλέψει το αναφερθέν συμβάν. Έτσι ερμηνεύεται το πώς τα παρελθόντα γεγονότα μοιάζουν πιο απλά, κατανοητά και προβλέψιμα σε σχέση με τα μελλοντικά.

Όπως γίνεται ευκόλως αντιληπτό όσοι καταφέρνουν να εκτιμήσουν τις προγενέστερες πεποιθήσεις τους ανεπηρέαστοι από τις παρούσες πληροφορίες μάλλον ανήκουν στην μειοψηφία. Για τους υπόλοιπους, γεγονότα που ακόμα και οι καλύτερα ενημερωμένοι ειδικοί δεν ανέμεναν, συχνά φαίνονται ως σχεδόν αναπόφευκτα αφού συμβούν. Τέτοια παραδείγματα έχουμε πάρα πολλά στο χώρο της οικονομίας. Καθημερινά γινόμαστε μάρτυρες αυτού του φαινομένου στην τηλεόραση, όταν μία ώρα μετά το κλείσιμο του χρηματιστηρίου ακούμε τους «ειδικούς» να λένε με πολύ αυτοπεποίθηση γιατί η αγορά κινήθηκε όπως κινήθηκε. Σε τέτοιο βαθμό που κανείς μπορεί να σχηματίσει την λάθος εντύπωση, ότι η συμπεριφορά της αγοράς ήταν αναμενόμενη και μπορούσε ο καθένας να την προβλέψει. Αν βέβαια ήταν αναμενόμενη η πορεία της αγοράς, τότε ο κόσμος θα έκανε διαφορετικές κινήσεις και η αγορά θα συμπεριφέρονταν διαφορετικά. Όσοι ασχολούνται με δοσοληψίες στην αγορά, γνωρίζουν αυτό το σκεπτικό, αλλά παρόλα αυτά δεν παύει να υφίσταται αυτή η γοητεία της ερμηνείας του παρελθόντος.

Τα σφάλματα της στερνής γνώσης είναι επιβλαβή για δύο λόγους:

1. Τείνουν να προωθήσουν την υπερβολική εμπιστοσύνη (overconfidence), υιοθετώντας την ψευδαίσθηση ότι ο κόσμος είναι πιο προβλέψιμος από ότι είναι στην πραγματικότητα.
2. Προγενέστερα στοιχήματα που αρχικά φαίνονταν λογικά, μεταγενέστερα δείχνουν ως ηλιθιώδη λάθη στα μάτια των επενδυτών. Αν δηλαδή κάποιος ακολουθήσει μια συμβουλή, αγοράσει μια μετοχή και η τιμή της πέσει, η πτώση της φαίνεται αναπόφευκτη μετά την αγορά και ο επενδυτής αναρωτιέται γιατί ο σύμβουλός του πρότεινε να την αγοράσει.

Πολλοί ερευνητές προσπάθησαν με τη χρήση διαφόρων μοντέλων, να ερμηνεύσουν γιατί οι επενδυτές υποπέφτουν στο σφάλμα της στερνής γνώσης. Διαπίστωσαν ότι είναι προϊόν μιας νοητικής διαδικασίας αναδόμησης, κατά την οποία οι άνθρωποι προσπαθούν να αναπαράγουν τις αρχικές τους προβλέψεις. Ένα από τα πιο γνωστά μοντέλα βασίζεται στην υπόθεση της «μεροληψίας της απόκρισης» (response bias hypothesis) η οποία αρχικά αναπτύχθηκε για την έρευνα των καταθέσεων αυτόπτων μαρτύρων.

Στην υπόθεση αυτή καταλογίζεται το γεγονός ότι όταν δίνονταν στους αυτόπτες μάρτυρες εσφαλμένες πληροφορίες σχετικά με το παρατηρηθέν συμβάν, η μνήμη για τα όσα είχαν συμβεί έδειχνε να εξασθενεί. Σε μια παραλλαγή του πειράματος αντί να δοθούν εσφαλμένες πληροφορίες που αλλοίωναν τις υπάρχουσες μνήμες, οι πληροφορίες αποτέλεσαν σημείο αναφοράς για όσους δεν θυμόντουσαν καλά και άρα χρειάζονταν να μαντέψουν. Στην περίπτωση αυτή, οι μεταγενέστερες του συμβάντος εσφαλμένες πληροφορίες, χρησιμοποιήθηκαν ως δείχτες του που περίπου βρίσκονταν οι δικές τους εκτιμήσεις για το πραγματικό γεγονός. Αλλά επειδή οι άνθρωποι είναι από τη φύση τους αισιόδοξοι σχετικά με τις ικανότητές τους, εντόπιζαν τις προγενέστερες της πληροφόρησης εκτιμήσεις τους, πιο κοντά στο πραγματικό γεγονός από ότι πραγματικά ήταν, υποπέφτοντας στο σφάλμα της στερνής γνώσης.

2.1.4. Νόμος των μικρών αριθμών (Law of small numbers)

Ένα ακόμα σφάλμα που χαρακτηρίζει τους επενδυτές, περιγράφεται από τον νόμο

των μικρών αριθμών⁴. Σύμφωνα με αυτό το νόμο, οι άνθρωποι υπερβάλλουν ως προς τον βαθμό ομοιότητας ανάμεσα σε ένα μικρό δείγμα και τον αρχικό πληθυσμό από τον οποίο προήλθε. Συγκεκριμένα αναμένουν από το μικρό δείγμα να έχει την ίδια κατανομή πιθανοτήτων που έχει και ο αρχικός πληθυσμός. Παράλληλα οι ίδιοι άνθρωποι δεν πιστεύουν στον «νόμο των μεγάλων αριθμών», δηλαδή υποεκτιμούν την ομοιότητα που ένα μεγάλο δείγμα έχει με τον πληθυσμό από τον οποίο επιλέχθηκε. Φαίνεται, όπως ισχυρίζονται οι Kahneman και Tversky (1982α) ότι η φύση μας είναι τέτοια ώστε να σχηματίζουμε μια παγκόσμια κατανομή πιθανοτήτων αναφορικά με τους μέσους των δειγμάτων, ανεξαιρέτως μεγέθους του δείγματος.

Το ανθρώπινο μυαλό είναι μια συσκευή που παντού αναζητά σχέδια, και είναι πολύ μεροληπτική υπέρ της υπόθεσης ότι υπάρχει πάντα ένας αιτιώδης παράγοντας πίσω από μια αξιοσημείωτη σειρά γεγονότων. Με την τάση αυτή να δίνει αιτιώδη σημασία σε τυχαίες διακυμάνσεις, το μυαλό μάς οδηγεί σε υπερβολικές αντιδράσεις απέναντι σε οποιαδήποτε πληροφορία μας τραβήξει την προσοχή. Έτσι θα δούμε επενδυτές να βλέπουν τάσεις εκεί που δεν υπάρχουν και εν συνεχεία να δρουν έχοντας λάθος εντυπώσεις, με αποτέλεσμα να τοποθετούνται εσφαλμένα στην αγορά και να χάνουν χρήματα. Έρευνες έχουν διαπιστώσει αυτές τις συναλλακτικές τακτικές, κατά τις οποίες ο επενδυτής πουλάει μια μετοχή για να αγοράσει ευθύς αμέσως μια άλλη, η οποία υποαποδίδει σε σχέση με την προηγούμενη κατά 3,5% περίπου⁵. Η έντονη συναλλακτική τάση τέτοιων επενδυτών δικαιολογείται από δύο μεροληπτικά σφάλματα που έχουν ήδη αναφερθεί. Το ένα είναι ότι παντού βλέπουν αιτιότητες και το άλλο είναι ότι έχουν μεγάλη αυτοπεποίθηση σχετικά με τις κρίσεις που σχηματίζουν γύρω από αβέβια γεγονότα.

Η αναζήτηση «κρυμμένων» σχεδίων πίσω από τυχαίες μεταβολές, αποτελεί το αντικείμενο μιας καταπληκτικής διατριβής που περιγράφει την πλάνη του «Καυτού χεριού» (Hot Hand fallacy⁶). Οι συγγραφείς της διαπιστώνουν πόσο σφάλουν όσοι ασχολούνται με το μπάσκετ, όταν πιστεύουν ότι οι παίχτες άλλοτε είναι ζεσταμένοι (hot hand), οπότε σημειώνουν περισσότερα καλάθια και άλλοτε είναι παγωμένοι

⁴ Tversky A. Kahneman D. (1971): 'Belief In The Law Of Small Numbers' Hebrew University of Jerusalem, Psychological Bulletin., Vol. 76, No. 2. pp. 105 - 110.

⁵ Barber, B. M. and Odean, T. (1998b): "Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment", The Quarterly Journal of Economics, 1, pp. 262-292

⁶ Gilovich, T., R. Vallone, and A. Tversky (1985). "The hot hand in basketball: On the misperception of random sequences" Cognitive Psychology, Vol. 17(Part 3), pp.295-314.

(cold hand), οπότε αστοχούν περισσότερο από το μέσο μακροχρόνιο όρο τους. Η υπερβάλλουσα πεποίθηση για το φαινόμενο του «ζεστού χεριού», αν και παγκοσμίως αποδεκτή, δεν υπάρχει στο μπάσκετ. Σε κάποιο βαθμό ερμηνεύεται από την λαθεμένη αντίληψη ότι μια απολύτως τυχαία συνεχόμενη σειρά ίδιων ενδεχομένων, δεν μπορεί να είναι απολύτως τυχαία.

Η πιο συνηθισμένη υλοποίηση του νόμου των μικρών αριθμών είναι η «Πλάνη του (Χαρτο)παίχτη» (Gambler's fallacy), για την οποία επίσης έχει αναπτυχθεί έντονη φιλολογία. Η πλάνη αυτή αντικατοπτρίζεται στις συνεχείς ρίψεις ενός δίκαιου νομίσματος, στο οποίο η εμφάνιση «κεφαλής» ή «γραμμάτων» είναι ισοπίθανες (50% η κάθε μία). Το να εμφανίζεται σε συνεχόμενες ρίψεις αδιάκοπα «κεφαλή» θεωρείται απίθανο. Όντως για τέσσερις συνεχείς «κεφαλές» η πιθανότητα είναι: $1/2 * 1/2 * 1/2 * 1/2 = 1/16$. Καμία πλάνη δεν υπάρχει μέχρι αυτό το σημείο. Ας υποθέσουμε λοιπόν ότι είμαστε σε ένα τέτοιο σημείο όπου έχουν προηγηθεί 4 «κεφαλές» και κάποιος εικάζεται ότι το να έρθει και πέμπτη φορά «κεφαλή» είναι εντελώς απίθανο.

Πράγματι η πιθανότητα να έρθει πέντε φορές «κεφαλή» πριν από την πρώτη ρίψη είναι $1/32$. Όμως και η πιθανότητα να έρθουν τέσσερις «κεφαλές» και μία «γράμματα» είναι και αυτή $1/32$! Επομένως στην παρούσα φάση η εμφάνιση καθενός από τα δύο ενδεχόμενα είναι ισοπίθανη ($1/2$), όπως και σε κάθε άλλη ρίψη του νομίσματος. Η επόμενη ρίψη είναι ανεξάρτητη από όσες έχουν προηγηθεί. Το νόμισμα δεν έχει μνήμη! Η πλάνη λοιπόν έγκειται στην πεποίθηση ότι θεωρούμε πιο πιθανό ενδεχόμενο την εμφάνιση «γραμμάτων» λόγω των αποτελεσμάτων των προγενεστέρων ρίψεων. Η ιδέα που έχουμε δηλαδή ότι μια τυχαία παρελθούσα σειρά αποτελεσμάτων, κατά κάποιο τρόπο επηρεάζει τις πιθανότητες ενός μελλοντικού ενδεχομένου.

Οι πλανηθέντες παίχτες πιστεύουν πως αφού είναι δίκαιο το νόμισμα και σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα όλα εξισορροπούνται, αν συνεχίσουν να παίζουν θα πάρουν τα λεφτά τους πίσω. Από μαθηματική άποψη η αντίληψη αυτή είναι σωστή, υπό τις προϋποθέσεις ότι ο παίχτης έχει στη διάθεσή του απεριόριστο χρόνο και χρήμα. Για τον ίδιο λόγο δεν ευσταθεί και η στρατηγική του διπλασιασμού των στοιχημάτων (π.χ. κόκκινο, μαύρο στη ρουλέτα).

Οι μαθηματικοί δείχνουν πολύ παραστατικά την πλάνη του χαρτοπαίχτη με το ακόλουθο παράδειγμα: Κάποιος που ταξιδεύει με το αεροπλάνο αποφασίζει να κουβαλάει πάντα μαζί του μια βόμβα. Σκεπτόμενος ότι αφού η πιθανότητα να υπάρχει μια βόμβα σε ένα αεροπλάνο είναι πολύ μικρή, η πιθανότητα να υπάρχουν δύο είναι σχεδόν μηδαμινή!

2.1.5. Διατηρησιμότητα Πεποιθήσεων & Επιβεβαιωτική Μεροληψία (Belief Perseverance & Confirmatory bias)

Έρευνες γύρω από την ανθρώπινη συμπεριφορά ισχυρίζονται ότι όταν κανείς διαμορφώσει μια ισχυρή υπόθεση για κάτι, παραμελούν κάθε νέα πληροφορία που έρχεται σε αντίθεση με αυτή την υπόθεση. Όταν για παράδειγμα ένας επενδυτής κρίνει ότι η επένδυση σε ένα Α/Κ μετοχικό εσωτερικού, είναι καλύτερη από μία ισόποση τοποθέτηση σε ένα αντίστοιχο ομολογιακό, είναι πολύ πιθανόν να μην δίνει αρκετή βαρύτητα σε οικονομικά στοιχεία που αποδεικνύουν το αντίθετο.

Όταν η αρχική υπόθεση χτίζεται με σαθρά αποδεικτικά στοιχεία, αποτελεί μια μόνιμη παρεμβολή στην νοητική διαδικασία, η οποία από εκεί και πέρα, δυσκολεύεται να ερμηνεύσει σωστά, μεταγενέστερα στοιχεία που έρχονται να αντιταχθούν στην υπόθεση αυτή⁷. Συνεπεία αυτού, ένας στοχαστής με «φρέσκο και καθαρό» μυαλό, ίσως είναι πιο εύκολο να εντοπίσει την λύση σε ένα πρόβλημα, από άλλους που ασχολούνται καιρό με το πρόβλημα αυτό, διότι είναι απαλλαγμένος από την «παρεμβολή» των παλιών υποθέσεων.

Αυτή η μορφή δημιουργίας πεποιθήσεων, δεν συνεπάγεται απαραίτητα ότι οι άνθρωποι σκοπίμως παρερμηνεύουν κάποια δεδομένα, απλά ότι επιλέγουν να τα αγνοήσουν. Προέκταση αυτού του φαινομένου, αποτελεί η «επιβεβαιωτική μεροληψία». Σύμφωνα με αυτήν, κάποιοι σκοπίμως εκλαμβάνουν τα αντίθετα νέα δεδομένα, ως συμπληρωματική απόδειξη των όσων ισχυρίζονται. Το συγκλονιστικό συμπέρασμα ερευνών πάνω στην μεροληψία αυτού του είδους, είναι ότι άνθρωποι με αντίθετες υποθέσεις, μετέφρασαν την ίδια ακριβώς πληροφορία ως αποδεικτικό

⁷ Bruner, J.S. and Potter M.C. ,(1964): “Interference in Visual Recognition”, Science 144(3617), pp. 424-25

στοιχείο των υποθέσεώς τους! Αν και είναι απολύτως λογικό να εκτιμήσει το κάθε άτομο διαφορετικά μια πληροφορία, ανάλογα με το τι αυτό πιστεύει, είναι λάθος όμως να χρησιμοποιήσει τις ερμηνείες που έδωσε σ' αυτήν την πληροφορία, βασιζόμενο στην δική του ασθενή υπόθεση, για να υποστηρίξει περαιτέρω τα πιστεύω του.

Οι δύο αυτές μεροληψίες της κριτικής ικανότητας του ατόμου όταν λειτουργήσουν συνδυαστικά έχουν καταστρεπτικά αποτελέσματα. Από την μία το κάθε άτομο δημιουργεί λαθεμένες πεποιθήσεις και από την άλλη κάθε στοιχείο που τις καταρρίπτει, το εκλαμβάνουν ως στοιχείο υποστήριξης. Η κατάληξη είναι από τι μια μεριά να δημιουργείται ολοένα και μεγαλύτερη πόλωση ανάμεσα σε άτομα με αντίθετες υποθέσεις και από την άλλη, να αυξάνεται συνεχώς το χάσμα που χωρίζει τις πεποιθήσεις τους.

2.1.6. Σφάλμα αυτοεπιβράβευσης (Self attribution bias)

Οι επενδυτές έχουν την τάση να αποδίδουν τις επιτυχίες που είχαν κατά τις επενδυτικές επιλογές τους, στους εαυτούς τους, ενώ θεωρούν υπόλογους για όλες τις αποτυχίες τους άλλους, ακόμα και την κακή τύχη. Αυτή η τάση έχει δύο σημαντικές συνέπειες:

- Ø Η πρώτη είναι ότι δεν μαθαίνουν από τα λάθη τους, γιατί δεν τα βλέπουν ως δικά τους λάθη
- Ø Λόγω των επιτυχιών τους, θεωρούν εαυτούς ικανούς και έξυπνους, ενώ αυτό που συμβαίνει στην πραγματικότητα τις περισσότερες φορές, είναι να ευνοούνται από την τύχη.

2.1.7. Σφάλμα έκφανσης (Outcome bias)

Μια ακόμη τάση που χαρακτηρίζει τους επενδυτές είναι να εκτιμούν την επιτυχία της απόφασης από το αποτέλεσμα, παρά από τις πιθανότητες. Για το λόγο αυτό συγχάιρουν τους εαυτούς τους για άστοχες αποφάσεις που έτυχε και τελεσφόρησαν και υπόσχονται πως δεν θα ξανακάνουν έξυπνες επιλογές που απλά έτυχε να πέσουν έξω. Με αυτή την εσφαλμένη αντίληψη πετυχαίνουν διπλό αρνητικό αποτέλεσμα:

- Ø Τα λάθη τους ενισχύονται και πολλαπλασιάζονται
- Ø Οι σοφές τους επιλογές μειώνονται και αποσύρονται

2.1.8. «Ο πίσω καθρέφτης» (Buffet’s “rearview” mirror)

Ο επιτυχημένος, πολυεκατομμυριούχος «γκουρού» των επενδύσεων Warren Buffet, με πολύχρονη εμπειρία στην αγορά, ισχυρίζεται ότι οι επενδυτές στηρίζουν τις προσδοκίες τους για το μέλλον στο σύντομο παρελθόν. Έτσι όταν τελειώνει ένας οικονομικός κύκλος ανόδου, εξακολουθούν να αγοράζουν, ενώ θα έπρεπε να πωλούν και όταν και η αγορά είναι στο τέλος μιας καθοδικής φερέας, εκείνοι πωλούν ενώ θα έπρεπε να αγοράζουν.

Στο ίδιο μήκος κύματος κινείται και η επιστήμη της ψυχολογίας στο χώρο των επενδύσεων, όταν διαπιστώνει ότι συμπεριφορές που για μακρύ χρονικό διάστημα επιβραβεύονταν, θα συνεχίσουν να επαναλαμβάνονται για πολύ καιρό, ακόμα και αν η επιβράβευση σταματήσει. Παράλληλα συμπεριφορές που μέχρι πρότινος δεν ανταμείβονταν, σιγά σιγά θα εξασθενήσουν. Επομένως για παράδειγμα, από τη στιγμή που ένας επενδυτής δεν είχε καλή εμπειρία από την αγορά μεριδίων μιας κατηγορίας A/K, «μαθαίνει» ότι αυτή η κατηγορία δεν αποδίδει και άρα δεν αξίζει ούτε να αγοράσει άλλα, ούτε και να τα κρατήσει.

Έχοντας εξετάσει τις πιο σημαντικές από τις μεροληψίες που έχει ο λήπτης κατά τη διαδικασία διαμόρφωσης κρίσεως, τα νοητικά σφάλματα που κάνουν οι περισσότεροι, τις τάσεις να υιοθετεί μη ορθολογική στάση απέναντι στα γεγονότα, καθώς και τις παρερμηνείες των πληροφοριών που δέχεται, μπορούμε να προχωρήσουμε στην εξέταση των σφαλμάτων που γίνονται κατά την διαμόρφωση προτιμήσεων.

2.2. Μεροληψίες στις προτιμήσεις (Preference biases)

Η κλασική οικονομική θεωρία, έχει συμβατικά υποθέσει ότι κάθε άτομο έχει σταθερές και συναρτημένες προτιμήσεις τις οποίες και προσπαθεί να μεγιστοποιήσει. Δοθέντων ενός συνόλου επιλογών και πιθανοτήτων έκβασης εκάστης, το άτομο υποτίθεται ότι μεγιστοποιεί την αναμενόμενη τιμή μιας συνάρτησης χρησιμότητας.

Η προσέγγιση αυτή όμως δεν είναι αρκετά κοντά στην πραγματική συμπεριφορά, όπως τουλάχιστον δείχνουν τα συμπεράσματα στο χώρο της ψυχολογίας. Αυτό συμβαίνει διότι μια σειρά σφαλμάτων και μεροληψιών αλλοιώνουν τα αποτελέσματα που η θεωρία έχει προβλέψει, αλλά και γιατί η κλασική θεωρία είναι ανεπαρκής για να ερμηνεύσει από μόνη της τη παρατηρηθείσα συμπεριφορά. Παρακάτω ακολουθεί μια εκτενής ανάλυση των κυριότερων παραγόντων που επεξηγούν τις υπάρχουσες αποκλίσεις.

2.2.1. Μη γραμμικό ζύγισμα πιθανοτήτων (Non-Linear Weighting of Probabilities)

Η παραδοσιακή οικονομική θεωρία ισχυρίζεται ότι το άτομο κάνει πάντα γραμμικό ζύγισμα στις πιθανότητες που ορίζει στα πιθανά αποτελέσματα. Αυτό οδηγεί σε δύο συνέπειες:

- Όταν ένα ενδεχόμενο έχει πιθανότητα 1%, τότε πρέπει να ζυγιστεί 10 φορές παραπάνω από ένα άλλο που έχει πιθανότητα 0,1%.
- Μια αύξηση στην πιθανότητα ενός ενδεχομένου κατά 1% πρέπει να έχει το ίδιο αποτέλεσμα στο ζύγισμα των πιθανοτήτων όλων των ενδεχομένων, ανεξάρτητα από το αν η αρχική πιθανότητα ήταν 0% , 50% ή 99%.

Στην πραγματικότητα όμως θα διαπιστώναμε ότι οι άνθρωποι είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερα για μια αύξηση της πιθανότητας από 0% σε 1% ή από 99% σε 100%, από όσα θα πλήρωναν για να ανεβάσουν την πιθανότητα από 50% σε 51%. Δηλαδή τα άτομα έχουν την τάση να υπερεκτιμούν τις μικρές πιθανότητες και να υποτιμούν τις μεσαίες και ακόμα περισσότερο τις μεγάλες. Αυτή η συμπεριφορά εξηγεί πολλά από όσα έχουν παρατηρηθεί στην θεωρία λήψης αποφάσεων υπό καθεστώς αβεβαιότητας. Όπως για παράδειγμα γιατί επιθυμούν τα απίθανα ενδεχόμενα (1% να κερδίσουν 100€), περισσότερο από άλλα με ίση αναμενόμενη χρησιμότητα. (ένα χαρτονόμισμα 10€). Ή γιατί προτιμά κάποιος που έχει 99% πιθανότητα να κερδίσει 1000€ να πληρώσει 10€ για να εξαλείψει την πιθανότητα να χάσει το ποσό. Κοντολογίς η μη γραμμική ζύγιση των πιθανοτήτων κάνει τα άτομα να θέλουν να αγοράζουν λαχεία (λόττο) και συμβόλαια ασφάλισης.

2.2.2. Επίπεδα αναφοράς (Reference levels)

Είναι κοινό φαινόμενο που παρατηρείται πολλές φορές στην καθημερινή μας ζωή, να ενδιαφερόμαστε περισσότερο για το πώς η παρούσα μας κατάσταση διαφέρει από κάποιο επίπεδο αναφοράς και λιγότερο για το απόλυτο επίπεδο της κατάστασης αυτής⁸. Δηλαδή εκτιμούμε περισσότερο τις αλλαγές μεταξύ των επιπέδων, παρά τα επίπεδα αυτά καθαυτά. Παράδειγμα, την ίδια θερμοκρασία που την εκλαμβάνουμε ως θερμή, όταν έχουμε συνηθίσει στο κρύο, μας φαίνεται παγωμένη αν έχουμε συνηθίσει σε πιο θερμές συνθήκες. Η φύση μας είναι τέτοια, ώστε να «βαφτίζουμε» ως επίπεδα αναφοράς εκείνα τα οποία έχουμε συνηθίσει και εν συνεχεία με βάση αυτά να συγκρίνουμε όλα τα υπόλοιπα και να διαμορφώνουμε τις προτιμήσεις μας.

Είναι θεμιτό να πούμε ότι, ο βαθμός στον οποίο τα σημεία αναφοράς επηρεάζουν την συμπεριφορά μας, δεν έχει ενσωματωθεί πλήρως στην οικονομική θεωρία, η οποία στην συνάρτηση χρησιμότητας περικλείει μόνο τα απόλυτα επίπεδα. Η τελευταία ισχυρίζεται ότι ο απόλυτα ορθολογικός λήπτης αποφάσεων, ενδιαφέρεται καθαρά και μόνο για το σε ποιο επίπεδο θα καταλήξει, παρά τα κέρδη και τις ζημιές που θα του τύχουν στο δρόμο. Κάποιος που επηρεάζεται από τα συναισθήματα που έχουν προέλθει από τις ζημιές και τα κέρδη και δεν είναι συγκεντρωμένος στον σκοπό της μεγιστοποίησης της χρησιμότητας, δεν είναι σύμφωνος με την θεωρία.

Παρόλα αυτά είναι συνήθης πρακτική για την απλοποίηση της διαδικασίας επίλυσης προβλημάτων επιλογής, να σκεφτόμαστε μόνο τι έχουμε να χάσουμε ή να κερδίσουμε από τις επιλογές που έχουμε μπροστά μας. Αυτή όμως η πρακτική είναι πηγή λαθών, διότι ωθεί τους ανθρώπους να παίρνουν αντιφατικές μεταξύ τους αποφάσεις, σε εναλλακτικές διαμορφώσεις του ίδιου προβλήματος.

2.2.3. Θεωρία ενδεχομένων (Prospect Theory)

Αν και θα αναλυθεί εκτενώς ολόκληρη η θεωρία ενδεχομένων στο τέταρτο κεφάλαιο, κρίνεται σκόπιμο σε αυτό το σημείο να παρατεθεί συνοπτικά κάποιο τμήμα της διότι έχει άμεση σχέση με την διαμόρφωση των προτιμήσεων και την ερμηνεία αυτών.

⁸ Helson H., (1964): “Adaptation level theory: An experimental and systematic approach to behavior”, New York: Harper & Row

Το πρώτο στοιχείο της που ερμηνεύει ένα σεβαστό τμήμα των επενδυτικών επιλογών και προτιμήσεων σε συνθήκες ρίσκου, είναι η απέχθεια που νοιώθει ο επενδυτής για τις ζημιές. Συγκεκριμένα έρευνες έχουν δείξει ότι τα άτομα απεχθάνονται τις ζημιές περισσότερο από ότι χαίρονται όταν επιτυγχάνουν ισόποσα κέρδη⁹. Η «αποστροφή για τις ζημιές» (loss aversion) υπάρχει και στο χώρο των προτιμήσεων σχετικά με επίπεδα πλούτου, καθώς και σε κάθε άλλο χώρο που έχει να κάνει με μετρήσιμα επίπεδα κερδών και ζημιών. Στον χώρο αυτό λοιπόν, έχει διαπιστωθεί ότι οι επενδυτές εκτιμούν τις μεγάλες ζημιές σε διπλάσιο σχεδόν βαθμό από τα ίσης βαρύτητας κέρδη¹⁰! Το να δυσαρεστείται κάποιος από μια χρηματική ζημιά, περισσότερο από ότι απολαμβάνει ίσης αξίας κέρδη, υποδηλώνεται από την κοιλότητα (concave shape) της συναρτήσεως χρησιμότητας, την οποία η κλασσική θεωρία χρησιμοποιεί για να εξηγήσει την απέχθεια για ζημιές.

Παρόμοιο φαινόμενο το οποίο σχετίζεται με το παραπάνω είναι το «Αποτέλεσμα της κληροδοτήματος» (Endowment Effect)¹¹. Πρόκειται για μια υπόθεση που πρώτος θεώρησε ο Thaler, ότι οι άνθρωποι εκτιμούν ένα αγαθό περισσότερο όταν το αποκτήσουν. Σε ένα πείραμα οι άνθρωποι ζητούσαν υψηλότερη τιμή για να πουλήσουν μια «καφετιέρα» που τους είχε δοθεί, από την τιμή που θα πλήρωναν για να την αποκτήσουν, αν δεν διέθεταν μία. Το φαινόμενο αυτό είναι ασυνεπές με την κλασσική οικονομική θεώρηση, η οποία ισχυρίζεται ότι η προθυμία κάποιου να πληρώσει για την απόκτηση ενός αγαθού, πρέπει να ισούται με την προθυμία του να δεχθεί αποζημίωση για να αποχωριστεί το ίδιο αγαθό.

Τρίτο φαινόμενο που συναρτάται άμεσα με την απέχθεια για ζημιές και το αποτέλεσμα του κληροδοτήματος, είναι η «μεροληψία υπέρ της παρούσας κατάστασης» (status quo bias¹²). Σύμφωνα με αυτό, οι άνθρωποι αρέσκονται στο να μένουν τα πράγματα ως έχουν. Η έννοια της απέχθειας για ζημιές στην περίπτωση

⁹ Kahneman, D., Knetsch, J., & Thaler, R. (1986): "Fairness and the assumptions of economics". *Journal of Business*, Vol.59, S285-S300.

¹⁰ Tversky, A., & Kahneman, D. (1991): "Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model". *Quarterly Journal of Economics* pp. 1039-1061

¹¹ Thaler, R. (1980): "Towards a positive theory of consumer choice". *Journal of Economic Behaviour and Organization*, Vol. 1, pp. 39-60.

¹² Kahneman, D., Knetsch, J. L. & Thaler, R. H. (1991): "Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias". *Journal of Economic Perspectives*, Vol.5, Part 1, pp. 193-206

αυτή, υποδηλώνει ότι οι άνθρωποι επιθυμούν την παρούσα κατάσταση και απεχθάνονται αλλαγές που αφορούν χάσιμο κάποιων αγαθών, ακόμα και αν αυτές αντισταθμίζονται από δωρεάν απόκτηση άλλων αγαθών.

Με την θεωρία ότι οι επενδυτές αποστρέφονται τις ζημιές (loss aversion) όταν έχουν να επιλέξουν ενδεχόμενα υπό αβεβαιότητα, συνδέεται και το παράδοξο που αποτελεί και γνωστή παροιμία: «Κάλλιο πέντε και στο χέρι παρά δέκα και καρτέρι» (Bird in the bush paradox). Το παράδοξο αυτό χρησιμοποιείται από τα οικονομικά της συμπεριφοράς για να δείξει την ασυμμετρία των επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνει κανείς όταν πρόκειται να αποκτήσει ή να διατηρήσει κάποια αγαθά. Συγκεκριμένα στις περιπτώσεις που κάποιος θέλει να αποκτήσει ένα αγαθό ακολουθεί τη συνταγή «κάλλιο πέντε και στο χέρι», ενώ σε αντίθετη περίπτωση όταν κινδυνεύει να χάσει κάτι, προτιμά το «καρτέρι». Δηλαδή, επιλέγει να ρισκάρει να χάσει κάτι με κάποιες πιθανότητες, παρά να χάσει σίγουρα ένα αγαθό μικρότερης αξίας. Κοντολογίς, οι επενδυτές συνήθως στις επιλογές τους όταν είναι να ωφεληθούν επιλέγουν τη σίγουρη λύση, ενώ όταν είναι να ζημιωθούν επιλέγουν να ρισκάρουν. Η συνήθεια αυτή θα αναλυθεί στο τέταρτο κεφάλαιο.

Τελευταίο στοιχείο της θεωρίας προσδοκιών που αποτελεί συνέπεια του επιπέδου αναφοράς και επηρεάζει τις προτιμήσεις των ατόμων είναι η «Μειούμενη ευαισθησία» (Diminishing Sensitivity)¹³. Σύμφωνα με αυτήν τα οριακά αποτελέσματα αλλαγών που βρίσκονται κοντά στο επίπεδο αναφοράς που έχουμε ορίσει, είναι πιο αισθητά από αυτά που προκαλούν αλλαγές σε απομακρυσμένα επίπεδα. Συνεπάγεται ότι αντιλαμβανόμαστε ευκολότερα για παράδειγμα μια αλλαγή της θερμοκρασίας από τους 6 στους 9 βαθμούς Κελσίου, παρά μια μεταβολή από τους 24 στους 27. Η συνάρτηση της ανθρώπινης αντίληψης σε σχέση με τις μεταβολές είναι κοίλη και όσο πιο μεγάλη και απομακρυσμένη είναι μια μεταβολή τόσο επίπεδη γίνεται η καμπύλη. Αυτό υποδηλώνει ότι οι άνθρωποι είναι πιθανόν όπως απεχθάνονται το ρίσκο αναφορικά με τα κέρδη, αναζητούν το ρίσκο αναφορικά με τις ζημιές.

¹³ Kahneman, D. & Tversky, A. (1979): "Prospect Theory: An analysis of decision under risk". *Econometrica*, Vol.47, N.2, pp. 263-291.

2.3. Λοιπές Μεροληψίες

Οι επενδυτές όταν έχουν να αντιμετωπίσουν ένα πολύπλοκο πρόβλημα χρησιμοποιούν κάποιους κανόνες (heuristic) που έχουν γενική χρήση και τα απλοποιούν. Δυστυχώς όμως οι κανόνες αυτοί δεν οδηγούν πάντα στη σωστή λύση. Παρόλα αυτά χρησιμοποιούνται γιατί μετατρέπουν ένα σύνθετο πρόβλημα επιλογών σε μια απλά κριτική διαδικασία. Ένας τέτοιος δημοφιλής κανόνας είναι: «Ορισμός ενός επιπέδου ως σημείου αναφοράς και προσαρμογή» (anchoring & adjustment).

Ο «ευριστικός» (από το «Εύρηκα» του Αρχιμήδη) αυτός κανόνας λειτουργεί ως εξής: Όταν ζητηθεί από κάποιον να κάνει μια αριθμητική εκτίμηση για ένα αβέβαιο γεγονός, εκείνος χρησιμοποιώντας τον κανόνα, αρχίζει από ένα σίγουρο σημείο αναφοράς (την άγκυρα) και προβαίνει σε διορθώσεις οι οποίες όμως είναι ανεπαρκείς για να φτάσει στην λύση. Παράδειγμα έστω ότι ζητείται από τον υπεύθυνο προσωπικού της «X» εταιρείας να κρίνει την παραγωγικότητα ενός υπαλλήλου. Το πιθανό είναι αυτός να χρησιμοποιήσει ως «άγκυρα» την δική του παραγωγικότητα. Συνεπώς εξαρτωμένης της δικής του παραγωγικότητας, είτε θα υποτιμήσει την παραγωγικότητα του υπαλλήλου, είτε θα την υπερτιμήσει¹⁴.

Άλλο ένα παρατηρημένο φαινόμενο κατά το οποίο ο ανθρώπινος εγκέφαλος μεροληπτεί, είναι όταν ζυγίζει δυσανάλογα τις πιο έντονες, αξιωματικές ή εξέχουσες πληροφορίες, σε βάρος καλύτερης ποιότητας πληροφοριών από άλλες πηγές, όταν πρόκειται να σχηματίσει άποψη για κάτι. Αν για παράδειγμα προσπαθήσει κάποιος να κρίνει αν είναι υψηλή η εγκληματικότητα στην πόλη του, θα επηρεαστεί περισσότερο αν έχει κάποιον γνωστό του που πρόσφατα έπεσε θύμα ληστείας, παρά από τα επίσημα στατιστικά στοιχεία¹⁵.

Κλείνοντας το κεφάλαιο των μεροληψιών είναι θεμιτό να παρατεθούν δύο ακόμα πολύ χαρακτηριστικές τάσεις της ανθρώπινης φύσης. Επειδή είμαστε κοινωνικά όντα θέλουμε να σχηματίζουμε ομάδες και να συναναστρεφόμεστε με τους υπόλοιπους. Στην προσπάθεια μας να γίνουμε δεχτοί όμως προβαίνουμε σε κάποιες παραχωρήσεις

¹⁴ Kahneman, D., Slovic, P., & Tversky, A. (1982): "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases" New York: Cambridge University Press, (abbreviated KST).

¹⁵ Kahneman, D. & Tversky, A. (1973): "On the psychology of prediction". *Psychological Review*, 80, pp. 237- 251.

και διορθώσεις του εαυτού μας. Ο Arthur Schopenhauer είχε πει ότι: «Απορρίπτουμε τα τρία τέταρτα του εαυτού μας για να συμπεριφερόμαστε όπως οι υπόλοιποι!»! Αυτή η μεροληψία του «κονφορμισμού», να συμπεριφέρεται κανείς εναρμονισμένα με τους υπόλοιπους, καθώς και η απαίτηση να μοιάζεις με την ομάδα και να μην είσαι αντίθετος με τις απόψεις της, εξηγεί τη συμπεριφορά των επενδυτών που κινούνται σαν κοπάδι.

Πρέπει να γίνει αντιληπτό ότι η διαδικασία αποφάσεων δεν εξαρτάται μόνο από το άτομο αλλά και από το περιβάλλον και την κατάσταση στην οποία βρίσκεται. Οι αποφάσεις που λαμβάνει κανείς έχουν φιλτραριστεί από το κοινωνικό πλαίσιο που τον περιβάλλει. Σε πείραμα που διεξήγαγε ο ψυχολόγος Solomon Asch σχετικά με την διαμόρφωση απλών κρίσεων υπό την παρουσία άλλων ανθρώπων, διαπίστωσε ότι η δυναμική της ομάδος (group dynamics) κάνει τους επενδυτές να ακολουθούν την πλειοψηφία, ακόμα και αν μέσα τους έχουν καταλήξει σε αντίθετα συμπεράσματα.

Το άλλο χαρακτηριστικό το επισήμανε ο Michael Mauboussin, εξέχων ειδικός στον κλάδο των οικονομικών της συμπεριφοράς, σε μία διατριβή του. Έχοντας λάβει γνώση των περίφημων πειραμάτων του Stanley Milgram (1960s), όπου άνθρωποι υπό την προτροπή των γιατρών που παρακολουθούσαν την διαδικασία, πάντα όμως εθελοντικά, έκαναν θανατηφόρα σοκ σε άλλους ανθρώπους, διαπίστωσε το πόσο επιρρεπής είναι ο άνθρωπος στο να υπακούει την εξουσία. Έτσι ερμηνεύεται και η αύξηση των τοποθετήσεων σε μετοχές όταν κυβερνητικά στελέχη παροτρύνουν τον κόσμο να επενδύσει στο χρηματιστήριο (βλ.1999).

3. Συνέπειες από την λήψη αποφάσεων

Στην αρχή του κεφαλαίου αναφέραμε πως πριν προβεί κανείς σε μια απόφαση, σταθμίσει κάποιους παράγοντες ανάμεσα στους οποίους είναι και οι συνέπειες των επιλογών του.

Οι συνέπειες των επενδυτικών αποφάσεων μπορεί να είναι είτε οικονομικές, είτε συναισθηματικές. Υπάρχει πιθανότητα να μετανιώσει ή να χαρεί για τις επιλογές του, όπως υπάρχει πιθανότητα να νοιώσει αγωνία ή περηφάνια (pride) για το ταλέντο του. Καμιά φορά μπορεί να αισθανθεί ακόμα και ενοχές, όπως παράδειγμα αν χάσει

χρήματα που αποταμίευε για κάποιο σκοπό (για να σπουδάσει τα παιδιά του). Κανείς δεν θέλει να χάνει, αλλά η μετάνοια (regret) κάνει την χασούρα ακόμα πιο επίπονη. Κάποιος που σκέφτεται ότι θα μπορούσε να προβλέψει την άσχημη έκβαση μιας επιλογής, είναι σε πιο οδυνηρή θέση από έναν άλλον επενδυτή που γνωρίζει ότι έκανε όλα όσα περνούσαν από το χέρι του. Όσοι είναι επιρρεπείς στη μετάνοια, είναι πολύ πιθανόν να ρίξουν τον φταίξιμο στους συμβούλους τους. Σε συνδυασμό με το φαινόμενο της «στερνής γνώσης», βρίσκουν ένα τρόπο να ξεφύγουν και να χρεώσουν τα λάθη σε άλλους.

Υπάρχουν δύο σημαντικές κατηγορίες αποφάσεων που προκαλούν συναισθήματα οδύνης:

- Αποφάσεις που πάρθηκαν και οδήγησαν σε δράση
- Αποφάσεις που οδήγησαν σε παράλειψη

Παράδειγμα: Ο «Α» έχει στην κατοχή του μερίδια του «Χ» Α/Κ. Σκέφτεται να τα πουλήσει και να αγοράσει άλλα του «Υ» Α/Κ αλλά δεν το κάνει με αποτέλεσμα να του διαφύγει κέρδος της τάξεως των 10,000€ Για το λόγο αυτό ο «Α» έχει μετανιώσει για κάτι που δεν έκανε (regret of omission). Η «Β» που έχει στο παρελθόν αγοράσει μερίδια από το «Υ» Α/Κ, τα πουλάει για να προμηθευτεί άλλα του «Χ» Α/Κ, με αποτέλεσμα να χάσει και αυτή 10,000€ Η «Β» έχει συναισθήματα μετάνοιας, για κάτι που έπραξε (regret of commission). Η διαφορά των δύο επενδυτών είναι ότι ο «Α» είχε διαφυγόντα κέρδη, ενώ η «Β» κατέγραψε ζημιές. Για τον λόγο αυτό η «Β» είναι σε χειρότερη θέση. Όπως η πλειοψηφία των ανθρώπων, η «Β» νοιώθει θλίψη κυρίως για κάτι που διέπραξε, παρά για μια πράξη που παρέλειψε να κάνει.

Αξιοσημείωτο είναι το εύρημα ότι η μειοψηφία των επενδυτών, η οποία λυπάται κυρίως για πράγματα που δεν έκανε, μοιράζεται ένα ακόμα κοινό χαρακτηριστικό. Όπως διαπιστώνει κανείς από τις αναλύσεις των χαρτοφυλακίων τους, είναι λάτρεις του κινδύνου (υψηλό ποσοστό μετοχών). Έρευνες έχουν δείξει ότι οι επενδυτές που μετανιώνουν για τις ευκαιρίες που έχασαν, παίρνουν περισσότερα ρίσκα από άλλους που λυπούνται για αποφάσεις που πήραν και απέτυχαν. Αυτό είναι λογικό, αν αναλογιστεί κανείς ότι στερούμενοι αρκετών αρνητικών εμπειριών από άστοχες ενέργειες, έχουν περισσότερη αισιοδοξία και πίστη στον εαυτό τους. Σε περίπτωση

που είχαν «καεί» αρκετές φορές από αποτυχημένες επενδύσεις, θα ήταν πιο συμμαζεμένοι στις μελλοντικές ενέργειές τους. Η ίδια μειοψηφία στο μεταξύ δίνει ελάχιστο σημασία στην τύχη και πιστεύει πως η ίδια είναι υπεύθυνη και για τις επιτυχίες και για τις αποτυχίες.

Αγορά: Αποτελεσματικότητα – Αβεβαιότητα

Για να λειτουργήσει η αγορά χρειάζονται οι συμμετέχοντες σε αυτήν, οι οποίοι κάτω από τις κατάλληλες προϋποθέσεις προβαίνουν σε αγοραπωλησίες. Καθένας με βάση τα όσα γνωρίζει και τα όσα προσμένει, λαμβάνει τις αποφάσεις του και στο τέλος της μέρας βγαίνει άλλες φορές κερδισμένος και άλλες ζημιωμένος. Τα οικονομούντα άτομα που απαρτίζουν την αγορά, διακρίνονται σε δύο κατηγορίες:

- Τους ορθολογικούς επενδυτές (rational traders)
- Τους μη ορθολογικούς (irrational, noise traders)

Η πρώτη κατηγορία είναι επενδυτές που κατέχουν τη σωστή πληροφόρηση και διαπραγματεύονται με βάση αυτήν, έχοντας διαμορφώσει ορθολογικές προσδοκίες για τις αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών. Η άλλη κατηγορία όμως διαμορφώνει στάση για τα τεκταινόμενα στην αγορά με βάση το επενδυτικό αισθητήριο, το οποίο δεν βασίζεται καθόλου στην ανάλυση των θεμελιωδών στοιχείων των εταιρειών. Με τον τρόπο αυτό άλλες φορές υπερεκτιμούν τις αναμενόμενες αποδόσεις και άλλες το αντίθετο. Πριν προχωρήσουμε στην ανάλυση της αλληλεπίδρασης των δύο κατηγοριών, είναι θεμιτό να δούμε πρώτα τι ακριβώς είναι ο «θόρυβος» (noise) που προκαλούν οι όχι πλήρως ορθολογικοί επενδυτές.

4. «Θόρυβος» (Noise)

Η έννοια του θορύβου είναι πολυδιάστατη, όπως και οι αμέτρητες εκφάνσεις του στην ζωή μας. Είναι σαν ένα «αόρατο» πέπλο, όμοιο με αυτό του Adam Smith, μόνο που έχει μια διαφορετική ιδιότητα. Παρουσιάζει ότι καλύπτει με παραλλαγμένη μορφή. Ένα φίλτρο μέσα από το οποίο κοιτάμε τον κόσμο και που ότι βλέπουμε δεν έχει την αληθινή του μορφή, αλλά μια αλλοιωμένη.

Ως θόρυβο θα μπορούσαμε να ορίσουμε ότι αισθάνεται κάποιος ότι ισχύει για την αγορά, χωρίς να έχει διαμορφώσει άποψη βασισμένος σε θεμελιώδη στοιχεία. Ένα σύνολο τέτοιων ατόμων, δημιουργεί ένα γενικότερο αποτέλεσμα το οποίο έχει

παραμορφωτικές ιδιότητες στην εικόνα της αγοράς. Ο θόρυβος λοιπόν απαρτίζεται από πολλές μικρές λανθασμένες απόψεις που έχουν οι μη ορθολογικοί επενδυτές, που όμως έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην γενικότερη πορεία της αγοράς.

Από τη στιγμή που η αγορά είναι ένα σύνολο ατόμων που εμπορεύονται με πληροφορίες και άλλων που εμπορεύονται με «θόρυβο», αυτές οι δύο έννοιες κόντραρονται μεταξύ τους. Κάποιος που έχει τις πληροφορίες, γνωρίζει αν μια μετοχή για παράδειγμα είναι υπερτιμημένη και παίρνει θέση πώλησης. Ένας άλλος που λειτουργεί ενστικτωδώς, με το δικό του αισθητήριο, παίρνει θέση αγοράς γιατί έχει αντίθετη άποψη. Ο «θόρυβος» κάνει τους επενδυτές να μεταφράζουν διαφορετικά το ίδιο σινιάλο, να σχηματίζουν αντίθετες αντιλήψεις και προσδοκίες και να θέλουν οι μεν να αγοράζουν όταν οι δε πωλούν. Παρατηρούμε έτσι ότι ο «θόρυβος» κάνει εφικτή την ύπαρξη ρευστότητας στην αγορά. Ειδικά θα υπήρχαν μόνο λογικοί επενδυτές και το εμπόριο θα υπήρχε μόνο για λόγους ανταλλαγής αγαθών και για την κάλυψη αναγκών, όχι όμως για κερδοσκοπία.

Η ύπαρξη του θορύβου ενσωματώνεται όπως είδαμε στις τιμές και αυτό δυσκολεύει την εκτίμηση της πραγματικότητας. Αφού σεβαστό τμήμα της αγοράς προβαίνει σε κινήσεις βασισμένο σε υποκειμενικά κριτήρια, κανείς δεν γνωρίζει που θα πάει η αγορά την επόμενη μέρα και οι τιμές στις μετοχές ακολουθούν τυχαίο περίπατο (random walk). Οι ορθολογικοί επενδυτές γνωρίζουν που όφειλε να κινηθεί η αγορά, αλλά αυτό δεν είναι αρκετό για να κερδίσουν, διότι αποτελεί την μία συνιστώσα του προβλήματος. Προσπαθούν να μαντέψουν τι σκέφτεται ο μέσος μη λογικός επενδυτής, η δεύτερη συνιστώσα, ώστε να χαράξουν μια επενδυτική πολιτική κάπου ανάμεσα.

Ο θόρυβος ως αναπόσπαστο κομμάτι της τιμής, είναι αδύνατο να απομονωθεί ώστε να γίνει σωστή εκτίμηση. Επομένως παρόλο που δημιουργούνται ευκαιρίες για κερδοσκοπία, λόγω διαφοράς αξίας και τιμής μετοχής, λόγω της αβεβαιότητας που προσδίδει ο θόρυβος, γίνεται πολύ δύσκολη η επίτευξη κερδών. Οι ορθολογικοί επενδυτές δεν ξέρουν τι ποσοστό της τιμής αντιπροσωπεύει την αξία και τι τον θόρυβο. Επίσης δεν γνωρίζουν αν οι πληροφορίες που διαθέτουν, έχουν ήδη ενσωματωθεί στην τιμή. Αν όντως συμβεί κάτι τέτοιο και δεν το αντιληφθούν εγκαίρως, τότε εν αγνοία τους δεν θα εμπορεύονται πληροφορίες όπως νομίζουν, αλλά θόρυβο

όπως οι «αφελείς» (naive) επενδυτές, με αποτέλεσμα να καταγράψουν ζημιές και αυτοί¹⁶.

5. «Θόρυβος» (Noise) & υπόθεση αποτελεσματικότητας αγορών

Δύο είναι οι καθοριστικοί παράγοντες που ορίζουν την «ένταση» του θορύβου:

- I. Ο βαθμός της αυτοπεποίθησης των μη ορθολογικών επενδυτών, σχετικά με την «ψευδοπληροφορία» που διαθέτουν.
- II. Ο βαθμός της συμμετοχής τους στην αγορά.

Αν και οι δύο είναι αυξηθούν, ή δεδομένου του ενός αυξηθεί ο άλλος, τότε αυτόματως αυξάνεται η ένταση του θορύβου.

Από αυτό το σημείο και πέρα οι υπάρχουσες θεωρίες γύρω από την επιρροή του θορύβου στην αποτελεσματικότητα των τιμών, δίστανται. Το ένα ρεύμα ισχυρίζεται ότι ο υψηλός θόρυβος (λόγω υψηλού βαθμού συμμετοχής ή αυτοπεποίθησης) κάνει τις τιμές αποτελεσματικότερες. Η επιχειρηματολογία του είναι η εξής: Οι ορθά πληροφορημένοι επενδυτές εκμεταλλεύονται την ρευστότητα της αγοράς και το γεγονός ότι οι αφελείς επενδυτές δεν έχουν εκτιμήσει ορθά τη διαθέσιμη πληροφορία. Όσο πιο υψηλός είναι ο θόρυβος που ενσωματώνεται στην τιμή, τόσο πιο επιθετικοί γίνονται και τόσο περισσότερη ορθή πληροφορία εσωκλείουν με τη σειρά τους στην τιμή. Στο επίσημο αντίπαλο στρατοπέδου (Black Fisher) ότι: «Ο ρυθμός της ενσωμάτωσης θορύβου είναι υψηλότερος από τον αντίστοιχο της ορθής πληροφορίας», απαντούν πως οι λογικοί επενδυτές βλέπουν την αγορά και αν χρειαστεί παίρνουν μεγαλύτερες θέσεις¹⁷ (F. Albert Wang).

Παρόλα αυτά και οι δύο πλευρές συμφωνούν ότι αν οι λογικοί επενδυτές, δεν είναι απολύτως ορθά πληροφορημένοι ή δεν έχουν μπροστά τους αρκετά μακρύ χρονικό ορίζοντα για να εκμεταλλευτούν τις συνθήκες, τότε όντως ο υψηλότερος θόρυβος ελαττώνει την αποτελεσματικότητα. Η πράξη έχει δείξει, πως δεν επικρατούν οι κατάλληλες συνθήκες για τέλεια αντισταθμιστική κερδοσκοπία (arbitrage). Αργά ή γρήγορα οι επιθετικοί «γνώστες» επενδυτές είτε αναγκάζονται να ρευστοποιήσουν

¹⁶ Black F. (1986): "Noise", Journal of Finance, Vol. XLI, No. 3, pp. 529-541

¹⁷ Wang A. F. (2002): "Trading of Noise as if it were information: Price, Liquidity, Volume and Profit" working paper.

πριν την κατάλληλη στιγμή, είτε διαπιστώνουν πως κάποιο τμήμα της διαθέσιμης πληροφόρησης τους έχει διαφύγει. Μόνο περιορισμένης μορφής arbitrage είναι εφικτό και ως τέτοιο, όπως έχουμε δει και σε προγενέστερο κεφάλαιο δεν επαρκεί για να διορθώσει τις ανωμαλίες της αγοράς.

Συνοψίζοντας οι τιμές των μετοχών αντικατοπτρίζουν δύο στοιχεία:

- Τον θόρυβο, δηλαδή το σε τι βαθμό σκέφτονται οι αφελείς επενδυτές, ότι η πορεία των εταιρειών θα επηρεαστεί από διάφορα γεγονότα
- Τα πραγματικά θεμελιώδη στοιχεία, τις πληροφορίες δηλαδή όπως τις έχουν αντιληφθεί η ορθολογική μερίδα.

Τα ποσοστά των δύο στοιχείων στην τελική τιμή, αλλάζουν συνεχώς καθώς οι δύο πλευρές συναλλάσσονται. Εν κατακλείδι όσο αυξάνεται ο θόρυβος, τόσο αναποτελεσματική γίνεται η αγορά, λόγω των περιορισμών που υπάρχουν στην εξισορροπητική λειτουργία του arbitrage.

6. «Θόρυβος», Ρίσκο και εκπτώσεις EEX

Οι λογικοί επενδυτές στην προσπάθειά τους να κερδοσκοπήσουν εις βάρος των αφελών, επιδιώκουν να φανταστούν τι σκέφτονται οι δεύτεροι. Κάτι τέτοιο όμως είναι αδύνατο, διότι το επενδυτικό αισθητήριο είναι στοχαστική μεταβλητή. Δεν μπορεί να προβλεφθεί ικανοποιητικά. Η αβεβαιότητα που φέρει η μεταβλητή αυτή ενσωματώνεται στην τιμή των μετοχών με την μορφή επιπλέον ρίσκου. Το ρίσκο που αντιμετωπίζουν οι ενήμεροι επενδυτές, είναι μήπως την στιγμή που επιδιώξουν να αγοράσουν μια μετοχή, η τιμή της ανέλθει λόγω αισιοδοξίας. Από την άλλη πλευρά φοβούνται μήπως οι απαισιόδοξοι επενδυτές υποτιμήσουν την μετοχή, όταν οι λογικοί επενδυτές ετοιμάζονται να πουλήσουν.

Επομένως αν δεν έχουν το χρόνο να περιμένουν την κατάλληλη στιγμή που θα έχει διορθωθεί το γενικό συναίσθημα στην αγορά, ο κίνδυνος που αντιμετωπίζουν από τον θόρυβο, είναι το ίδιο καταστρεπτικός με αυτόν που φέρει μια πραγματικά δυσάρεστη ανακοίνωση για την πορεία της μετοχής. Αναμενόμενο είναι τον κίνδυνο της στοχαστικής μεταβολής του επενδυτικού αισθητηρίου των αφελών επενδυτών, να τον φέρουν και οι δύο κατηγορίες.

Αξιοσημείωτη είναι η επίδραση του θορύβου στην αγορά των Α/Κ κλειστού τύπου. Τον καιρό που οι ανορθολογικοί επενδυτές νοιώθουν ευφορία για τις εξελίξεις των μετοχών, θα υπάρξει υπερτίμηση αυτών και άρα θα πωλούν τις μετοχές των EEX με πριμ ή ελάχιστη έκπτωση. Αντιθέτως όταν δεν προβλέπουν καλές εξελίξεις στην αγορά, υποτιμούν τις μετοχές, και αναπόφευκτα οι EEX διαπραγματεύονται με μεγαλύτερη έκπτωση (discount). Συμπέρασμα, όσο απρόβλεπτα μεταβάλλεται το γενικό συναίσθημα, τόσο εύκολα μεταβάλλεται και το εύρος των εκπτώσεων ή των πριμ των EEX.

Έχοντας τα παραπάνω υπόψη κατανοούμε ότι ο κάτοχος μετοχών EEX, φέρει διπλό ρίσκο:

- Το ρίσκο να υποαποδόσει το χαρτοφυλάκιο στο οποίο η EEX έχει επενδύσει το ενεργητικό της
- Το ρίσκο να είναι εκτεθειμένος στις εκάστοτε αλλαγές διάθεσης του επενδυτικού συναισθήματος των αφελών επενδυτών.

Η αγορά ανταμείβει μόνο τον συστηματικό κίνδυνο. Επομένως αν ο θόρυβος είναι γενικός και εκτείνεται στις τιμές πολλών μετοχών, τότε θεωρείται συστηματικός και αμείβονται οι επενδυτές όταν τον φέρουν.

Επιπλέον αν οι αφελείς επενδυτές έπαιρναν θέσεις και σε μετοχές EEX και σε μετοχές των χαρτοφυλακίων τους, τότε θα επηρεάζονταν στον ίδιο βαθμό η καθαρή αξία του ενεργητικού (Net asset value) και η τιμή της μετοχής και δεν θα είχαμε ούτε άνοιγμα, ούτε κλείσιμο της ψαλίδας μεταξύ των δύο τιμών. Επομένως οι παρατηρούμενες μεταβολές στις εκπτώσεις (discounts) αντικατοπτρίζουν την διαφορά δυναμικού ορθολογικών και μη επενδυτών που τοποθετούνται οι μεν πρώτοι σε μετοχές χαρτοφυλακίου, οι δε δεύτεροι στις μετοχές των EEX.

Έρευνες έχουν δείξει πως οι αφελείς επενδυτές αποτελούν την πλειοψηφία των επενδυτών σε μετοχές EEX. Δηλαδή προτιμούν να έχουν μετοχές των Α/Κ κλειστού τύπου, παρά να επενδύουν απευθείας στις μετοχές του χαρτοφυλακίου τους. Είδαμε πιο πάνω όμως ότι οι έχοντες μετοχές EEX φέρουν διπλό κίνδυνο σε σχέση με όσους έχουν πάρει θέση στο χαρτοφυλάκιο τους. Επομένως θα πρέπει οι αναμενόμενες αποδόσεις να είναι υψηλότερες για τους αφελείς, ώστε να τους δελεάσει να δεχθούν τον υψηλότερο κίνδυνο. Δηλαδή από μόνος του ο λόγος αυτός δικαιολογεί γιατί οι

ΕΕΧ διαπραγματεύονται με έκπτωση. Από εκεί και πέρα ανάλογα με τον θόρυβο που προκαλούν οι αφελείς επενδυτές, η έκπτωση στενεύει ή διευρύνεται.

7. «Θόρυβος» και «φαινόμενο μεγέθους» (seize effect)

Ένα φαινόμενο που έχει τραβήξει την προσοχή των ερευνητών, σχετίζεται με το ότι μικρές εταιρείες επιτυγχάνουν υψηλότερες του κανονικού αποδόσεις, σε σύγκριση με μεγαλύτερης κεφαλαιοποίησης εταιρίες. Στην οικονομική φιλολογία ονομάζεται «φαινόμενο των μικρών εταιρειών» (small firm effect)) ή αλλιώς «φαινόμενο μεγέθους».

Στατιστικές έχουν δείξει πως οι μη ορθολογικοί επενδυτές επενδύουν κυρίως σε μετοχές μικρών εταιρειών. Τα μεγάλα A/K δεν μπορούν να επενδύσουν σοβαρά ποσά σε τόσο μικρές εταιρίες, διότι απαγορεύεται από το καταστατικό τους. Επιπλέον δεν μπορεί μια εταιρεία με κεφαλαιοποίηση λίγων εκατοντάδων εκατομμυρίων, να δεχθεί σοβαρές επενδύσεις από μεγάλους ομίλους και ιδρύματα, οι οποίοι επενδύουν δυσθεώρητα κεφάλαια. Για παράδειγμα, αν ένας fund manager επένδυε σε μια μικρή εταιρία το ποσό που πραγματικά απαιτούνταν για να κάνει μια διορθωτική κίνηση στο χαρτοφυλάκιό του, τότε θα υποχρεούνταν να αγοράσει γύρω στο 20% της εν λόγω εταιρίας. Άρα οι μετοχές των μικρών εταιρειών φέρουν πέραν του δικού τους ρίσκου και το ρίσκο της διαθέσεως της πελατείας που τις επιλέγει, δηλαδή των αφελών επενδυτών. Επομένως η υψηλότερη απόδοση μπορεί να ερμηνευτεί κατά ένα μέρος, ως αμοιβή για τον αυξημένο κίνδυνο από την ύπαρξη θορύβου.

Ένα άλλο τμήμα της υπεραπόδοσης μπορεί να ερμηνευτεί από το γεγονός ότι οι μικρές εταιρείες έχουν μεγαλύτερη δυνατότητα για ανάπτυξη, συγκριτικά με τα blue chips» που έχουν ήδη φτάσει σε στάδιο ωρίμανσης. Επίσης το γεγονός ότι τις επιλέγουν οι μικροεπενδυτές, σημαίνει ότι η τιμή τους εσωκλείει περισσότερο θόρυβο, διότι έχει εκτιμηθεί κυρίως από αυτούς. Έχοντας αποφύγει τα φώτα επαγγελματιών αναλυτών που εργάζονται σε σοβαρούς, οικονομικούς, οίκους αξιολόγησης, στερούνται μιας ακριβούς εκτίμησης των προοπτικών και γενικά των θεμελιωδών στοιχείων τους.

Αυτό βέβαια δεν συνεπάγεται πως οι μικρές εταιρίες είναι όλες υπερεκτιμημένες. Απλά υπάρχουν αρκετές που η τιμή τους δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα, αλλά στον θόρυβο που δημιουργούν οι αφελείς επενδυτές, των οποίων τα χαρτοφυλάκια συνθέτονται με μικρής κεφαλαιοποίησης εταιρείες. Πολλές από αυτές είναι πραγματικά διαμάντια και όποιος τις ανακαλύψει νωρίς, ανταμείβεται αργότερα όταν και η υπόλοιπη αγορά διαπιστώσει πως η τιμή τους αντικατοπτρίζει όντως τις προοπτικές εξέλιξής τους. Ας μην ξεχνάμε πως όλα τα σημερινά μεγαθήρια που ξεχωρίζουν στο παγκόσμιο στερέωμα, κάποτε ήταν μικροί, αφανείς, «πολύτιμοι λίθοι». Όσοι ποντάρισαν σε αυτά νωρίς, (μετοχές Microsoft όταν στοίχιζαν \$5) ανταμείφθηκαν στο πολλαπλάσιο.

Θεωρία Ενδεχομένων: Αποφάσεις υπό αβεβαιότητα

Η θεωρία χρησιμότητας έχει την πρωτοκαθεδρία στις θεωρίες που ερμηνεύουν την διαδικασία λήψης αποφάσεων υπό συνθήκες ρίσκου. Θεωρείται ένα περιγραφικό μοντέλο της οικονομικής συμπεριφοράς όπου οι περισσότεροι επενδυτές σκέπτονται ορθολογικά και σέβονται τα αξιώματα στις επιλογές που κάνουν. Από όσα αναφέρθηκαν σε προηγούμενα κεφάλαια όμως, φανερώνεται η αδυναμία της θεωρίας να ερμηνεύσει συχνά παρατηρούμενες συμπεριφορές. Ο λόγος είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψη πως τα συναισθήματα και οι μεροληψίες είναι διάχυτα στην ανθρώπινη φύση και την οδηγούν σε άλλα μονοπάτια αποφάσεων από εκείνα που η θεωρία προβλέπει. Για το λόγο αυτό οι ερευνητές των οικονομικών της συμπεριφοράς, έχουν δημιουργήσει μια νέα γενική θεωρία, που ενσωματώνει στο μοντέλο της τα χαρακτηριστικά που η θεωρία χρησιμότητας αφήνει απέξω.

Πριν προχωρήσουμε στην παρουσίαση του θεμέλιου λίθου της γενικής θεωρίας, την θεωρία ενδεχομένων, (prospect theory) είναι θεμιτό να αναλύσουμε δύο φαινόμενα που είναι διάχυτα γύρω μας και επιδεικνύουν πόσο ασυνεπείς είναι οι επενδυτικές επιλογές υπό συνθήκες ρίσκου, σε σχέση με τα όσα ισχυρίζεται η θεωρία της χρησιμότητας.

8. Φαινόμενο σιγουριάς (Certainty Effect)

Η παραπάνω θεωρία όπως έχει ήδη αναφερθεί, ισχυρίζεται ότι τα άτομα σταθμίζουν τα πιθανά ενδεχόμενα με τις πιθανότητες να συμβεί το καθένα εξ αυτών. Σε αντίθεση όμως με αυτό τον ισχυρισμό, έρχεται το φαινόμενο της σιγουριάς, κατά το οποίο: Τα άτομα τείνουν να δίνουν μεγαλύτερη βαρύτητα (υπερεκτιμούν) σε ενδεχόμενα που θεωρούνται σίγουρα, παρά σε άλλα που θεωρούνται σχεδόν σίγουρα. Ο πρώτος που το ερεύνησε και τ' απόδειξε, είναι ο Γάλλος οικονομολόγος Maurice Allais¹⁸ (1953). Για την απόδειξη χρησιμοποίησε δύο παρεμφερή με τα παρακάτω παραδείγματα:

¹⁸ Allais Maurice, (1953) : "Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Américaine", *Econometrica*, Vol. 21, 4, pp. 503-546

Πρόβλημα Επιλογής 1ο :

(Α) ενδεχόμενο: Κέρδος 2,500€ με πιθανότητα 33%, 2,400€ με 66% και τίποτα με 1%

(Β) ενδεχόμενο: Κέρδος 2,400€ με πιθανότητα 100% (σίγουρο ενδεχόμενο)

Πρόβλημα Επιλογής 2ο :

(Γ) ενδεχόμενο: Κέρδος 2,500€ με πιθανότητα 33%, τίποτα με πιθανότητα 67%,

(Δ) ενδεχόμενο: Κέρδος 2,400€ με πιθανότητα 34%, τίποτα με πιθανότητα 66%,

Το παράδοξο που παρατηρήθηκε, είναι ότι η πλειοψηφία των ερωτηθέντων, αποκρίθηκε Β στο πρώτο και Γ στο δεύτερο πρόβλημα. Το παράδοξο είναι ότι σε όρους χρησιμότητας οι δύο επιλογές είναι αντιφατικές, αφού καταργούν το αξίωμα της υποκαταστάσεως της θεωρίας. Συγκεκριμένα:

- Η επιλογή Β συνεπάγεται πως:

$$U(2,400) > 0,33 * U(2,500) + 0,66 * U(2,400), \text{ δηλαδή } 0,34 * U(2,400) > 0,33 * U(2,500)$$

- Η επιλογή Γ συνεπάγεται πως :

$$0,34 * U(2,400) < 0,33 * U(2,500), \text{ δηλαδή ακριβώς το αντίθετο.}$$

Με άλλα παραδείγματα απέδειξε ότι όταν τα ενδεχόμενα αφορούν κέρδη δυνατό να επιτευχθούν, αλλά πολύ απίθανο να συμβούν, οι περισσότεροι επιλέγουν τα υψηλότερα κέρδη και ας έχουν την πιο μικρή πιθανότητα¹⁹. Εξαιρουμένης αυτής της ακραίας περίπτωσης, το φαινόμενο της σιγουριάς συνεισφέρει σε προτιμήσεις υπέρ σίγουρων ενδεχομένων αντί πολύ πιθανών, στον τομέα των θετικών αλλαγών, ενώ αντιθέτως στις αρνητικές αλλαγές παροτρύνει προτιμήσεις που κυνηγούν το ρίσκο μιας μέτριας ζημιάς από μια σίγουρη μικρότερη ζημιά. Η υψηλή στάθμιση του παράγοντα της σιγουριάς, οδηγεί σε προτιμήσεις κλειδώματος σίγουρων κερδών και αποφυγής σίγουρων ζημιών. Συνεπάγεται λοιπόν πως η έννοια της σιγουριάς δεν είναι γενικά επιθυμητή, διότι μπορεί μεν να αυξάνει την επιθυμία για τα κέρδη, από την άλλη όμως αυξάνει την αποστροφή για τις ζημιές.

¹⁹ Mac Crimmon K. R. & Larsson S. (1979): "Utility Theory: Axioms versus Paradoxes" in: Allais M. & Hagen O., Eds "Expected Utility Hypotheses and the Allais Paradox". Dordrecht/Boston Reidel, pp. 333-409

1.1 Φαινόμενο αντανάκλασης (Reflection Effect)

Οι προτιμήσεις που διαμορφώνει κανείς με την παραπάνω διαδικασία, έχουν ως σημείο αναφοράς το μηδέν και είναι εκ διαμέτρου αντίθετες με βάση αυτό το σημείο. Συγκεκριμένα οι προτιμήσεις ανάμεσα σε θετικά ενδεχόμενα είναι αντικατοπτρισμός των προτιμήσεων ανάμεσα στα αρνητικά ενδεχόμενα. Για παράδειγμα αν κανείς επιλέγει 3,000€ σίγουρα από 4,000€ με πιθανότητα 80%, τότε είναι πολύ πιθανό να προτιμά να χάσει 4,000€ με πιθανότητα 80% από το να χάσει σίγουρα 3,000€. Το φαινόμενο αυτό καλείται φαινόμενο αντανάκλασης²⁰.

9. Φαινόμενο απομόνωσης (Isolation Effect)

Όπως απέδειξαν έρευνες του Tversky Amos, οι άνθρωποι που αντιμετωπίζουν πολύπλοκα ενδεχόμενα, αφαιρούν όλα τα κοινά σημεία και εστιάζουν στις μεταξύ τους διαφορές. Όταν όμως κανείς αποσυνθέτει δύο ενδεχόμενα στα εξών συνετέθησαν, έτσι ώστε να έχει δύο σύνολα, ένα με κοινά στοιχεία και ένα με ανόμοια, μπορεί να το κάνει με διάφορους τρόπους. Οι διαφορετικοί τρόποι διάσπασης όμως, οδηγούν συνήθως σε διαφορετικές προτιμήσεις. Οπότε δημιουργείται το υπό συζήτηση φαινόμενο.

Για την κατανόηση αναφέρουμε το εξής παράδειγμα: Έστω ένα παιχνίδι δύο γύρων. Στον πρώτο υπάρχει πιθανότητα 75% να τελειώσει το παιχνίδι χωρίς κέρδη και 25% πιθανότητα να προχωρήσει κανείς στον δεύτερο γύρο. Στον γύρο αυτόν έχει κανείς δύο επιλογές: Είτε (A) να κερδίσει 4,000€ με 80%, είτε (B) να κερδίσει 3,000€ με 100%. Επειδή ο πρώτος γύρος είναι κοινό στοιχείο στα δύο ενδεχόμενα οι πλειοψηφία τον αγνοεί και επιλέγει τον (B) ενδεχόμενο. Όμως εδώ έχουμε σφάλμα προτιμήσεων διότι οι ισοδύναμες επιλογές είναι $0,25 \cdot 0,8 = 0,2$ να κερδίσει κανείς 4,000€ και $0,25 \cdot 1 = 0,25$ να κερδίσει 3,000€. Ενδεχόμενα από τα οποία η πλειοψηφία θα διάλεγε τα 4,000€. Συμπέρασμα η εξάρτηση των ενδεχομένων οδηγεί σε διαμόρφωση προτιμήσεων εξαρτώμενη όχι μόνο από τις πιθανότητες των τελικών εκβάσεων, όπως ισχυρίζεται η θεωρία χρησιμότητας, αλλά και από τις πιθανότητες των εξαρτημένων ενδεχομένων.

²⁰ Kahneman D. & Tversky A. (1979): "Prospect Theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica*, Vol.47, N.2, pp. 263-290.

Είδαμε πως αλλάζουν οι προτιμήσεις όταν αλλάξουμε την παρουσίαση των πιθανοτήτων. Στο σημείο αυτό θα δείξουμε πως αλλάζουν οι προτιμήσεις όταν τροποποιήσουμε την μορφή των ενδεχομένων. Αν δοθεί πριν από κάποιο ζεύγος επιλογών ένα χρηματικό επίδομα, οι περισσότεροι θα το παραβλέψουν θεωρώντας το κοινό παράγοντα και στις δύο επιλογές. Αυτή η κίνηση φανερώνει ότι η πλειοψηφία, την πραγματική αξία και χρησιμότητα την φέρουν κυρίως οι αλλαγές στα επίπεδα πλούτου και όχι τα απόλυτα επίπεδα αυτά καθαυτά. Αυτός είναι ο ακρογωνιαίος λίθος της θεωρίας ενδεχομένων που θα αναλύσουμε ευθύς αμέσως.

10. Θεωρία Ενδεχομένων (Prospect Theory)

Η θεωρία ενδεχομένων προτείνεται ως εναλλακτική λύση στη θέση της θεωρίας χρησιμότητας, διότι οι κριτικοί της τελευταίας πιστεύουν πως ερμηνεύει καλύτερα την ανθρώπινη συμπεριφορά. Η θεωρία ενδεχομένων διακρίνει δύο φάσεις στην διαδικασία λήψης αποφάσεων:

- Φάση επιμέλειας (Editing): Σε αυτήν διενεργείται μια πρωτοβάθμια ανάλυση και απλοποίηση της παρουσίασης των ενδεχομένων. Επιπλέον γίνεται οργάνωση και αναδιαμόρφωση των ενδεχομένων ώστε να προλειάνει το έδαφος για την φάση της αξιολόγησης.
- Φάση αξιολόγησης (Evaluation): Εκτιμούνται τα ενδεχόμενα και επιλέγεται εκείνο με την υψηλότερη αξία.

Η φάση της επιμέλειας υποδιαιρείται με τη σειρά της σε τέσσερα επιμέρους στάδια:

- 1) Στάδιο κωδικοποίησης (Coding): Επειδή κανείς ενδιαφέρεται για τις αλλαγές περισσότερο από τα απόλυτα επίπεδα, κάθε θετική απόκλιση από ένα σημείο αναφοράς θεωρείται κέρδος και κάθε αρνητική θεωρείται ζημιά. Ως σημείο αναφοράς λαμβάνεται η τρέχουσα αξία του περιουσιακού στοιχείου.
- 2) Στάδιο συνδυασμού (Combination): Όπου τα όμοια ενδεχόμενα συνδυάζονται, ενώνονται και απλοποιούνται.
- 3) Στάδιο διαχωρισμού (Segregation): Αν κάποιο από τα ενδεχόμενα περιέχει κάποια σίγουρη έκβαση μέσα στις επιλογές του, αυτή αφαιρείται και ξεχωρίζεται. Αν π.χ. ένα ενδεχόμενο δίνει 200€ με 20% και 100€ με 20%, τότε

μπορεί να διασπαστεί σε ένα σίγουρο κέρδος 100€ και μια επιλογή 100€ με 20%.

- 4) Στάδιο ακύρωσης (Cancellation): Αφαιρούνται κοινά στοιχεία από τα πιθανά ενδεχόμενα.

Δύο επιπλέον λειτουργίες που τελούνται πάνω στα ενδεχόμενα είναι:

- ο Η απλοποίηση (simplification), όπου γίνεται μια στρογγυλοποίηση στις πιθανότητες και αποβάλλονται τα τελείως απίθανα ενδεχόμενα.
- ο Η ανίχνευση τυχόν κυριαρχίας (dominance), κάποιου ενδεχομένου επί κάποιου άλλου. Το κυρίαρχο ενδεχόμενο παραμένει, το υποδεέστερο απορρίπτεται.

Η διαδικασία επιμέλειας είναι πολύ σημαντική και απαιτεί προσοχή, διότι τυχόν λάθος σε αυτή τη φάση, προκαλεί ασυνέπεια στη διαμόρφωση προτιμήσεων κατά τη φάση της εκτιμήσεως.

10.1. Συνάρτηση αξίας (Value Function)

Όπως η θεωρία χρησιμότητας στηρίζεται στην συνάρτηση χρησιμότητας, η θεωρία ενδεχομένων βασίζεται στην συνάρτηση αξίας. Οι δύο συναρτήσεις έχουν σημαντικές διαφορές λόγω του διαφορετικού τρόπου προσέγγισης των δύο θεωριών. Ας δούμε αναλυτικά ποια είναι τα χαρακτηριστικά της.

10.1.1. Ορισμός συνάρτησης αξίας

Γνωρίζουμε από την ανάλυση που έχει προηγηθεί ότι πως η θεωρία ενδεχομένων στηρίζεται στο γεγονός ότι το άτομο δίνει βαρύτητα στις αλλαγές και όχι στα απόλυτα επίπεδα πλούτου. Εν συνεχεία με βάση ένα σημείο αναφοράς το οποίο έχει υιοθετήσει, αντιλαμβάνεται και κρίνει αυτές τις αλλαγές. Αυτή την αντίληψη την ενσωμάτωσε στην συνάρτηση αξίας, διαμορφώνοντάς την με τέτοιο τρόπο ώστε να επηρεάζεται όχι μόνο από το ύψος του διαθέσιμου πλούτου, αλλά και από τις συνεχείς αλλαγές που τροποποιούν το επίπεδο αυτό. Έτσι η συνάρτηση αξίας παίρνει τιμή μηδέν για το σημείο αναφοράς, που άλλες φορές θεωρείται το status quo και άλλες ένα επίπεδο πλούτου που τα άτομα έχουν σημαντικό λόγο να αναμένουν (aspiration level).

10.1.2. Καμπυλότητα συνάρτησης αξίας

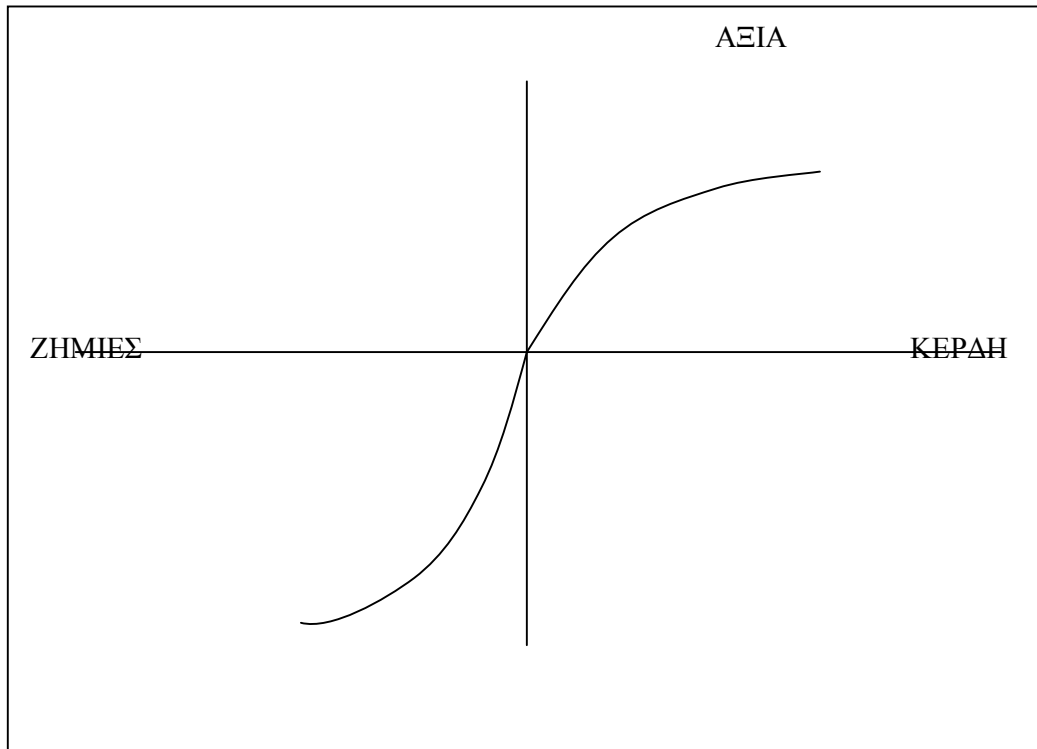
Κάθε αλλαγή έχει ένα ψυχολογικό αντίκτυπο, το οποίο είναι κοίλη συνάρτηση του μεγέθους της αλλαγής αυτής. Ο ανθρώπινος νους αντιλαμβάνεται πιο εύκολα μια θετική μεταβολή από τα 100€ στα 200€ απ' ό τι μια μεταβολή από τα 3,100€ στα 3,200€. Ομοίως η διαφορά μιας ζημιάς 100€ από μια άλλη 200€ είναι πιο αισθητή από τη διαφορά μιας ζημιάς 1,100€ και μιας άλλης 1,200€, εκτός και αν η μεγαλύτερη είναι δυσβάσταχτη. Για το λόγο αυτό η κλίση της συνάρτησης αξίας είναι κοίλη για αλλαγές πάνω από το επίπεδο αναφοράς (για τα κέρδη) και κυρτή για αλλαγές κάτω από αυτό (ζημιές). Επιπλέον η οριακή αξία (marginal value), μειώνεται όσο αυξάνεται το μέγεθος της μεταβολής.

10.1.3. Κλίση συνάρτησης αξίας

Εξέχων χαρακτηριστικό της ανθρώπινης συμπεριφοράς απέναντι στις αλλαγές του διαθέσιμου πλούτου, είναι ότι οι ζημιές διακρίνονται περισσότερο από τα κέρδη. Η απέχθεια για τις ζημιές (loss aversion), για την οποία πρωτοαναφερθήκαμε στο δεύτερο κεφάλαιο, ερμηνεύει το γεγονός γιατί η πλειοψηφία δεν θεωρεί ελκυστικά τα συμμετρικά στοιχήματα, τύπου κέρδος 100€ με 50% και ζημιά 100€ με 50%. Μάλιστα όσο μεγαλώνει το ρίσκο, τόσο πιο αποστροφή δείχνει προς τα στοιχήματα αυτά. Επειδή λοιπόν ίση μεταβολή ζημιών, κερδών, έχει περισσότερο αρνητικό αντίκτυπο, καταλαβαίνουμε γιατί η κλίση της συνάρτησης αξίας είναι πιο απότομη στον τομέα των ζημιών.

10.1.4. Γράφημα συνάρτησης αξίας

Στο παρακάτω γράφημα βλέπουμε πως η συνάρτηση αξίας έχει σχήμα S, που περιγράφει όλα τα χαρακτηριστικά που αναφέραμε. Επίσης το σχήμα υποδηλώνει το ότι οι επενδυτές είναι εραστές (risk lovers) του κινδύνου στον τομέα των ζημιών και απεχθάνονται τον κίνδυνο (risk averted) στον τομέα των κερδών.



Για την πλήρη κατανόηση της θεωρίας ενδεχομένων παραθέτουμε το εξής παράδειγμα: Έστω ότι κάποιος αγοράζει μια μετοχή, για την οποία πιστεύει ότι η αναμενόμενη απόδοσή της δικαιολογεί τον κίνδυνο που φέρει. Αν η τιμή τη μετοχής ανέβει και ο επενδυτής χρησιμοποιεί ως σημείο αναφοράς την τιμή αγοράς της, τότε θα βρίσκεται σε ποιο κοίλο (αποστροφής κινδύνου) τμήμα της συνάρτησης αξίας. Στο σημείο αυτό αν ο επενδυτής συνεχίσει να πιστεύει ότι η αναμενόμενη απόδοση καλύπτει τον κίνδυνο, κρατάει την μετοχή. Ειδάλλως την ρευστοποιεί και κατοχυρώνει τα κέρδη. Σε περίπτωση που η τιμή της μετοχής πέσει, αντί να ανέβει, τότε αυτομάτως βρίσκεται στο κυρτό (αναζήτησης κινδύνου – risk seeking) τμήμα της καμπύλης αξίας και κρατάει την μετοχή για να μην καταγράψει ζημιά. Μόνο αν η αναμενόμενη απόδοση πέσει πολύ χαμηλά αποφασίζει να ρευστοποιήσει τον τίτλο. Η συμπεριφορά που μόλις αναλύσαμε καλείται φαινόμενο προδιάθεσης (disposition effect) και θα την αναλύσουμε διεξοδικά στο επόμενο κεφάλαιο.

Συμπεραίνουμε λοιπόν, ότι οι επενδυτές τείνουν να κρατούν πολύ καιρό χαρτιά που έχουν γράψει ζημιές (riding losers) και να πουλάνε γρήγορα μετοχές που έχουν σημειώσει κέρδη. Η θεωρία ενδεχομένων δικαιολογεί αυτή τη συμπεριφορά, ισχυριζόμενη ότι οι επενδυτές στοιχηματίζουν πως η μετοχή σύντομα θα πάρει την

ανιούσα και θα γλιτώσουν την εμπειρία μιας επίπονης ζημιάς. Φαίνεται πως οι επενδυτές δυσφορούν στο να κλείσουν ένα λογαριασμό με ζημιά. Η δυσφορία αυτή προκαλεί μια απροθυμία να πουλήσουν μετοχές που έχουν χάσει αξία σε σχέση με ένα σημείο αναφοράς ή ένα «νεκρό σημείο». Αυτό συμβαίνει διότι είτε δεν θέλουν να εγκαταλείψουν την ελπίδα ότι η συγκεκριμένη απόφαση ήταν επικερδής, είτε δεν θέλουν να πουλήσουν πριν πάρουν πίσω τα λεφτά τους (Break even point)²¹.

Έχοντας παρουσιάσει τον βασικό σκελετό πάνω στον οποίο στηρίζεται το οικοδόμημα της γενικής θεωρίας της συμπεριφοράς, προχωράμε στην ανάλυση των περαιτέρω στοιχείων που την απαρτίζουν και δίνουν εναλλακτικές ερμηνείες για το φαινόμενο της απροθυμίας των επενδυτών να πουλήσουν ζημιογόνα χαρτιά.

11. Αντίλογος: Η θεωρία του Κωνσταντινίδη²²

Οι υποστηρικτές της κλασικής οικονομικής θεωρίας, διαπιστώνουν ότι η θεωρία ενδεχομένων μέσω του φαινομένου της προδιάθεσης, αδυνατεί να ερμηνεύσει την απροθυμία των επενδυτών να προβούν σε φορολόγηση και ανταλλαγή (tax swap). Αντιπροτείνει την θεωρία του Γιώργου Κωνσταντινίδη, ο οποίος αναζήτησε μια άριστη στρατηγική για το πότε κανείς πρέπει να ρευστοποιεί τους τίτλους που έχει στην κατοχή του. Μη δεχόμενος την απροθυμία για πραγματοποίηση ζημιάς ως κύριο παράγοντα για την ερμηνεία της εν λόγω συμπεριφοράς, ισχυρίζεται ότι τα φορολογικά κίνητρα είναι υπαίτια για τις αποφάσεις των επενδυτών.

Η θεωρία του χρησιμοποίησε ως βάση το αμερικάνικο φορολογικό σύστημα, όπου γίνεται μια διάκριση μεταξύ βραχυπρόθεσμων κερδών και μακροπρόθεσμων. Η διαφορά των δύο κατηγοριών πέραν της προφανούς (διάρκεια), έγκειται στη διαφορετική φορολογική μεταχείριση. Τα μεν πρώτα φορολογούνται ως εισόδημα, τα δε δεύτερα έχουν χαμηλότερο συντελεστή, παρέχοντας με τον τρόπο αυτό κίνητρο για ρευστοποίηση τίτλων που έχουν κέρδη μετά από δύο χρόνια κατοχής. Μια άλλη φορολογική πτυχή που αξίζει να σημειωθεί είναι η απαγόρευση της πώλησης και

²¹ Thaler R. H. and Johnson E. J. (1990). "Gambling with the house money and trying to break even: the effects of prior outcomes on risky choice." *Management Science*, 36: 643-60.

²² Constantinides M. G. (1983): "Capital Market Equilibrium with Personal Tax", *Econometrica* 51, pp. 611-636

επαναγοράς της ίδιας μετοχής εντός μηνός, με στόχο την καταπολέμηση του ξεπλύματος χρήματος.

Ο Κωνσταντινίδης έδειξε πως σε μια αγορά που είναι σε ισορροπία, οι επενδυτές πωλούν άμεσα τους τίτλους που έχουν καταγράψει ζημιές, αν δεν υπάρχουν συναλλακτικά κόστη. Σε περίπτωση που υπάρχουν τότε ο άριστος επενδυτής πουλάει τμηματικά κατά την διάρκεια του χρόνου, με ρυθμό που αυξάνεται μέχρι τον Δεκέμβριο που είναι η τελική προθεσμία. Τα χαρτιά που έχουν κερδίσει, ρευστοποιούνται μετά από δύο χρόνια, οπότε και τυγχάνουν ευνοϊκότερης φορολογίας. Επομένως κατέληξε στο συμπέρασμα πως ο άριστος επενδυτής, λαμβάνει εντελώς αντίθετες αποφάσεις από ότι υποδηλώνει το φαινόμενο της προδιάθεσης.

Με την θεωρία του έριξε φως στα φορολογικά κίνητρα και έδειξε πόσο ευεργετικό είναι το tax swap μέσα από το εξής παράδειγμα: Έστω ότι κάποιος έχει μια μετοχή που η τιμή της πέφτει συνεχώς τον τελευταίο μήνα. Σύμφωνα με την θεωρία ενδεχομένων, απρόθυμος να ρευστοποιήσει τη μετοχή και να γράψει ζημιά, αποφασίζει να την παρακρατήσει. Ο Κωνσταντινίδης όμως προτείνει την λύση του tax swap: Να πουλήσει τη μετοχή και εν συνεχεία με τα χρήματα που θα εισπράξει, να αγοράσει μια άλλη παρεμφερή μετοχή, αφού η αγορά της ίδιας εντός μηνός θεωρείται από την εφορία (I.R.S. Internal Revenue Service) ξέπλυμα χρήματος. Το αποτέλεσμα αυτής της στρατηγικής είναι διττό:

- Ο επενδυτής απολαμβάνει φορολογική ελάφρυνση, λόγω έκπτωσης της ζημιάς από κέρδη που μπορεί να έχει από άλλες μετοχές του χαρτοφυλακίου του
- Δεν αλλάζει ο χαρακτήρας της στρατηγικής που έχει χαράξει και συνεχίζει ανεπηρέαστος και εκμεταλλεόμενος τις ζημιές που καταγράφει.

Προφανώς η τακτική αυτή είναι θεωρητικά ανώτερη (dominates) τής διατήρησης στο χαρτοφυλάκιο ζημιόγonaς μετοχής. Αφού λοιπόν είναι ανώτερη γιατί η θεωρία ενδεχομένων ισχυρίζεται ότι ο επενδυτής δεν θα την επιλέξει;

12. Διανοητική Λογιστική (Mental Accounting)

Η απάντηση από το στρατόπεδο των υποστηρικτών της θεωρίας ενδεχομένων είναι η εξής: Αν και στην κλασσική θεώρηση η επιλογή κατωτέρων ενδεχομένων δεν θεωρείται άριστη, στον κλάδο των οικονομικών της συμπεριφοράς κάτι τέτοιο είναι υπό συνθήκες εφικτό, λαμβανομένου υπόψη του πλαισίου μέσα στο οποίο ο επενδυτής λαμβάνει αποφάσεις.

Πρώτος ο Richard Thaler²³ όρισε το πλαίσιο μέσα στο οποίο ο επενδυτής καλείται να λάβει αποφάσεις και το ονόμασε διανοητική λογιστική. Στο πλαίσιο αυτό ο λήπτης είναι απίθανο να αλλάξει το αρχικό σημείο αναφοράς. Όταν αγοράζει μια μετοχή αυτομάτως ανοίγει έναν καινούριο διανοητικό λογαριασμό, που σημαίνει ότι κάθε επενδυτική απόφαση έχει τον δικό της ανοιχτό λογαριασμό. Σε αυτόν παρακολουθούνται οι κινήσεις της τιμής της μετοχής, πιστώνοντας τα κέρδη και χρεώνοντας τις ζημιές, ως αποκλίσεις από το σημείο αναφοράς, που δεν είναι άλλο από την τιμή αγοράς της. Σε κάθε λογαριασμό εφαρμόζονται οι κανόνες της θεωρίας ενδεχομένων αγνοώντας κάθε δυνατή αλληλεπίδραση μεταξύ τους.

Το πρόβλημα που αντιμετωπίζει ο επενδυτής μέσα στο πλαίσιο της διανοητικής λογιστικής, το οποίο δίνει απάντηση στην κριτική που ασκείται στην θεωρία ενδεχομένων, είναι ότι είναι απρόθυμος να κλείσει ένα λογαριασμό με ζημιές! Όπως αποδεικνύουν οι Thaler και Johnson, η θεμελιώδης αιτία της επιθυμίας των επενδυτών να κρατούν ζημιολύγες μετοχές, δεν είναι τόσο η πραγματοποίηση ζημιάς, όσο το κλείσιμο ενός λογαριασμού στο κόκκινο. Αναμφίβολα οι ζημιές προκαλούν δυσάρεστα συναισθήματα και η επιθυμία αυτή ίσως απλά να αποτελεί ένα λογικότατο διανοητικό σχέδιο για αποφυγή αναγνώρισης ζημιών. Ο David Shapiro²⁴ υποστηρικτής της θεωρίας της «αυτοπαραπλάνησης» (self deception theory), ισχυρίζεται ότι οι ζημιές είναι δείχτης της χαμηλής ικανότητας λήψης σωστών αποφάσεων και όποιος αυταπατάται διατηρεί την αυτοεκτίμησή του αποφεύγοντας την αναγνώριση τέτοιων δειχτών.

²³ Thaler R.H. (1985): "Mental accounting and consumer choice." Marketing Science, Vol. 4, pp.199-214.

²⁴ Shapiro D. (1996): "On the Psychology of self-deception". Social Research, Vol.63,3 Research Library pp.785-800

13. Αναζήτηση της περηφάνιας και αποφυγή της μετάνοιας

Επικουρική υποστήριξη δέχεται η θεωρία ενδεχομένων και από άλλους ερευνητές της, οι οποίοι ισχυρίζονται ότι συναισθήματα όπως η υπερηφάνεια και η μετάνοια συνεισφέρουν υπέρ του φαινομένου της προδιάθεσης. Η μετάνοια είναι ένα συναίσθημα που σχετίζεται με την εκ των υστέρων γνώση ότι μια διαφορετική απόφαση στο παρελθόν θα ήταν πιο επιτυχής από αυτήν που πάρθηκε. Το αντίθετο συναίσθημα είναι η περηφάνια. Όταν κάποιος κλείνει ένα λογαριασμό με κέρδη νοιώθει περήφανος για τις επιλογές του, ενώ αν τους κλείσει με ζημιά νοιώθει μετανιωμένος που τοποθετήθηκε λάθος.

Όταν κάποιος αποφασίσει να πουλήσει μια ζημιόγωνα μετοχή, δεν πραγματοποιεί μόνο ζημιές, αλλά επιπλέον χάνει την αυτοεκτίμησή του και μετανιώνει που η πρώτη του απόφαση να την αγοράσει απεδείχθη λανθασμένη. Οι Shefrin και Statman απέδειξαν ότι καμιά φορά οι συναισθηματικές επιπλοκές της δεύτερης απόφασης, μπορεί να είναι χειρότερες από αυτές της πρώτης²⁵. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν κανείς πουλήσει την πιο ακατάλληλη στιγμή, οπότε αναμφίβολα θα σκεφτεί ότι ίσως η πρώτη του απόφαση να ήταν σωστή τελικά. Και αυτό γιατί μέσα στον πανικό του να ξεφορτωθεί το «χαρτί», δεν εκμεταλλεύτηκε την ευκαιρία που παρουσιάστηκε αμέσως μετά.

Μια ενδιαφέρουσα παρατήρηση των κατόχων βραβείου νόμπελ, Kahneman και Tversky²⁶ είναι η εξής: Αν ένας επενδυτής αποφασίσει να δράσει ανάποδα από ότι κάνει συνήθως, δηλαδή αποφασίσει να πουλήσει τα χαρτιά που έχασαν αξία και τα πράγματα πάνε στραβά, τότε θα είναι πολύ εύκολο να φανταστεί πως αν είχε δράσει συμβατικά δεν θα έβγαине χαμένος. Η ευκολία αυτή με την οποία κανείς φαντάζεται ότι θα έπαιρνε την κατάλληλη απόφαση είναι που προκαλεί τα αισθήματα μετάνοιας. Όπως κάποιος που του δίνεται μια λίστα με ονόματα και στη συνέχεια του ζητείται να βρει ένα συγκεκριμένο. Αν αποφασίσει να ξεκινήσει να ψάχνει από το τέλος προς την αρχή, και βρει το όνομα κοντά στην κορυφή της λίστας, θα μετανιώσει που δεν έψαξε

²⁵ Shefrin H. and Statman M. (1985): "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence." *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 777-790.

²⁶ Kahneman D. and Tversky A., (1982). "The psychology of preferences." *Scientific American*, 246: pp. 160-173.

με το συμβατικό τρόπο, από πάνω προς τα κάτω. Το φαινόμενο της «στερνής γνώσης» (hindsight bias) που αναλύσαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο, κάνει την απόφαση να δείχνει ακόμα πιο λάθος και τα συναισθήματα μετάνοιας πιο επώδυνα.

Η αναζήτηση για περηφάνια και η αποφυγή της μετάνοιας οδηγούν τον επενδυτή να θέλει να πωλήσει μετοχές που κερδίζουν και να είναι απρόθυμος να πωλήσει χαρτιά με ζημιές. Επειδή τα συναισθήματα αυτά ασκούν ασύμμετρη επιρροή στον επενδυτή, η μετάνοια θεωρείται πιο ισχυρή από την περηφάνια, ευνοείται η αδράνεια εις βάρος της δράσης. Εάν για παράδειγμα κάποιος αγοράσει μια μετοχή, την πωλήσει με κέρδη και η μετοχή εξακολουθήσει να βρίσκεται σε τροχιά ανόδου, τότε τα αρχικά συναισθήματα περηφάνιας, γρήγορα θα αντικατασταθούν από μετάνοια γιατί ο επενδυτής θα σκέφτεται ότι δεν εκμεταλλεύτηκε όλη την άνοδο με την λάθος απόφαση να πωλήσει γρήγορα.

14. Αυτοέλεγχος (Self -Control)

Το 1992 ο Nicolas Leeson τοποθετήθηκε ως χρηματιστής από τον εργοδότη του, την αγγλική τράπεζα Barings, στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης (Singapore International Monetary Exchange), με την αρμοδιότητα να προβαίνει σε κινήσεις αντισταθμιστικής κερδοσκοπίας (arbitrage). Συγκεκριμένα εκμεταλλεόταν τις μικροδιαφορές στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης «ΣΜΕ» (futures), ανάμεσα στα δύο χρηματιστήρια, της Σιγκαπούρης και της Οσάκα, στην Ιαπωνία. Τα ΣΜΕ ήταν πάνω στον δείκτη Tokyo's Nikkei 225 stock index, ο οποίος αποτελείται από τα blue chips του Τόκιο.

Τον Ιανουάριο του 1995 ο Leeson αποφάσισε να πάρει θέση “long” ώστε να κερδίσει αν ο δείκτης ανέβαινε και για την πρόβλεψη του αυτή στοιχημάτισε δισεκατομμύρια δολάρια της τράπεζας. Τις 17 του ίδιου μήνα καταστρεπτικός σεισμός στο Kobe κατακρημνίζει τον Nikkei 225 και τα “margin calls” έρχονται το ένα μετά το άλλο. Ο Leeson εμμένοντας στη θέση του, διοχέτευσε και άλλα δολάρια με αποτέλεσμα τις 26 του Φεβρουαρίου, η τράπεζα να πτωχεύσει αφού οι ζημιές της έφτασαν τα \$60 δισεκατομμύρια, ενώ τα ίδια κεφάλαια ήταν μόλις \$615 εκατομμύρια.

Από το παραπάνω πραγματικό συμβάν συμπεραίνουμε ότι οι επενδυτές έχουν την τάση να κρατούν μια θέση που είναι ζημιογόνα, να έχουν πείσμα, να αρνούνται να δεχθούν ότι έχουν κάνει σφάλμα, να μην διδάσκονται από τα λάθη τους και να ελπίζουν ότι η απόφασή τους θα έχει τελικά ευνοϊκό αποτέλεσμα. Από την άλλη όταν πετυχαίνουν κέρδη, αμέσως ρευστοποιούν τους τίτλους για να τα εισπράξουν. Το ουσιαστικότερο πρόβλημα στο φαινόμενο της προδιάθεσης είναι η αδυναμία αυτοελέγχου που επιδεικνύουν οι επενδυτές.

Για να ερμηνευτεί καλύτερα η έννοια του αυτοελέγχου, υποστηρικτές της θεωρίας ενδεχομένων, οι Thaler και Shefrin, όρισαν ένα πλαίσιο το οποίο ορίζει την έννοια αυτή ως μια διαπροσωπική σύγκρουση μεταξύ δύο μερών: Ένα λογικό μέρος το οποίο σχεδιάζει (planner) και ένα συναισθηματικό το οποίο πράττει (doer²⁷). Για να προσαρμόσουν το πλαίσιο αυτό στο φαινόμενο προδιάθεσης, ορίζουν το συναισθηματικό μέρος ως επηρεαζόμενο από την κατάσταση στην οποία βρίσκονται οι διανοητικοί λογαριασμοί. Οι συναισθηματικές αντιδράσεις της μετάνοιας από μια ζημιά και της περηφάνιας από κάποιο κέρδος, ενσωματώνονται στο μέρος αυτό. Το λογικό μέρος του εγκεφάλου, πολλές φορές αδυνατεί να ελέγξει τις αντιδράσεις του συναισθηματικού μέρους, οι οποίες επηρεάζουν την διαδικασία λήψης αποφάσεων. Με λίγα λόγια οι επενδυτές αντιλαμβάνονται ότι δεν είναι λογικό να κρατούν χαρτιά με απώλειες, αλλά αδυνατούν να τα πουλήσουν, διότι δεν έχουν αρκετό αυτοέλεγχο να κλείσουν λογαριασμούς στο κόκκινο και να περιορίσουν τις ζημιές τους²⁸.

Για την αντιμετώπιση των αδυναμιών τους, οι επενδυτές χρησιμοποιούν διάφορα τεχνάσματα. Παραδείγματος χάρη κάποιοι υιοθετούν απαράβατους κανόνες, σύμφωνα με τους οποίους προβαίνουν σε ρευστοποίηση τίτλων όταν οι ζημιές ξεπεράσουν ένα προκαθορισμένο ποσοστό. Στην αγορά των ΣΜΕ μια συνήθης λύση είναι η εντολή stop-loss όπου αν ο υποκείμενος τίτλος κινηθεί πέρα από κάποιο προκαθορισμένο σημείο, αυτομάτως κλείνει η θέση και περιορίζεται η ζημιά.

²⁷ Thaler R. and Shefrin H. (1981): "An economic theory of Self-Control." Journal of Political Economy, Vol. 89, pp. 392-410.

²⁸ Glick I. (1957): "A social psychological study of futures trading." Ph.D. Dissertation, University of Chicago.

14.1. Αυτοέλεγχος και θεωρία Κωνσταντινίδη

Όπως προαναφέρθηκε, ο Κωνσταντινίδης ισχυρίζεται ότι ο επενδυτής θα προβαίνει κατά την διάρκεια του έτους σε τμηματικές ρευστοποιήσεις τίτλων με απώλειες για να μειώνεται η φορολογική τους επιβάρυνση. Την μεγάλη συναλλακτική δραστηριότητα που έχει παρατηρηθεί το Δεκέμβριο, την θεωρεί ως αποτέλεσμα της ύπαρξης συναλλακτικού κόστους, το οποίο τον αποτρέπει από τις αναγκαίες, τακτικές συναλλαγές μέσα στο έτος. Επιπλέον θεωρεί ότι η λογική συμπεριφορά που υιοθετεί ο επενδυτής, να πραγματοποιήσει μια ζημιά εντός έτους, παρά ένα χρόνο μετά, όπου θα έχουν συσσωρευτεί τόκοι, φέρει και αυτή μερίδιο για την υπερφόρτωση του Δεκέμβρη.

Η θεωρία αυτοελέγχου αντιπαραβάλλει τους δικούς της ισχυρισμούς, λέγοντας ότι το φαινόμενο του Δεκεμβρίου δεν έχει σχέση με την λογική συμπεριφορά. Ένας λογικός επενδυτής, γνωρίζει εκ των προτέρων λίγο πολύ τα έσοδα του στον επόμενο χρόνο και μπορεί να προγραμματίσει πότε θα ρευστοποιεί τους ζημιογόνους τίτλους. Μια σώρευση συναλλαγών τον Δεκέμβρη δεν μπορεί παρά να σημαίνει πως ο επενδυτής αυτός, συστηματικά κάθε χρόνο πέφτει έξω στις προβλέψεις του και δεν μαθαίνει από τα λάθη του. Έτσι στο τέλος του έτους μειώνει τη φορολογική επιβάρυνση που για άλλη μια φορά δεν μπόρεσε να περιορίσει κατά την διάρκεια του έτους, προβαίνοντας σε μαζικές πωλήσεις τίτλων με ζημιές. Κάτι τέτοιο προφανώς δεν μπορεί να συμβαίνει και για το λόγο αυτό αντιπροτείνουν μια άλλη πιθανή εξήγηση του φαινομένου.

Ο επενδυτής που κινείται μέσα στο πλαίσιο του αυτοελέγχου έχει κοινά σημεία με τον ορθολογικό επενδυτή του Κωνσταντινίδη. Γνωρίζει τις φορολογικές συνέπειες της πραγματοποίησης ζημιών και κερδών και πασχίζει να βρει τρόπο να εκμεταλλευτεί τους νόμους προς όφελός του. Η διαφορά όμως είναι ότι ο επενδυτής αυτός επηρεάζεται και από τα στοιχεία της διανοητικής λογιστικής, της αποφυγής μετάνοιας και του αυτοελέγχου, τα οποία επηρεάζουν τον τρόπο που βλέπει τα δεδομένα. Για αυτόν τον επενδυτή ο Δεκέμβριος είναι πολύ σημαντικός, γιατί αντιπροσωπεύει την τελική προθεσμία να προβεί στις απαραίτητες διορθωτικές κινήσεις που θα τον βοηθήσουν να αποφύγει ένα τμήμα του φόρου. Ο σχεδιασμός της

πληρωμής φόρων και η πραγματοποίηση ζημιών είναι δύο ζητήματα επώδυνα και απαιτούν αυτοέλεγχο. Υπό αυτό το πρίσμα είναι λογικό το φαινόμενο να αφήνουν όλοι τις υποχρεώσεις τους για το τέλος του χρόνου, όπου εκεί πλέον μη σηκώνοντας άλλη παράταση ο αυτοέλεγχος είναι πιο εύκολος.

15. Το αίνιγμα του πριμ των μετοχών (Equity premium puzzle)

Μέχρι τώρα έχουμε παρουσιάσει τις κυριότερες θεωρίες ερμηνείας της συμπεριφοράς, οι οποίες αντιπροσωπεύουν τους καρπούς, παλιούς και σύγχρονους, του επιστημονικού κλάδου των οικονομικών της επενδυτικής ψυχολογίας. Είδαμε πως σχηματίζει το οικονομούν άτομο προτιμήσεις, ποιες μεροληψίες θολώνουν την κρίση του και τροποποιούν αυτές τις προτιμήσεις. Αναλύσαμε το περιβάλλον αβεβαιότητας, στο οποίο καλείται να αντιμετωπίσει πολύπλοκα προβλήματα και να προβαίνει στις βέλτιστες κατά περίπτωση επιλογές. Αναφέραμε και τι έχει να αντιπροτείνει η ορθολογική κλασική οικονομική θεώρηση και φωτίσαμε τα κενά τους περιορισμούς και τις αδυναμίες που ο κλάδος της ψυχολογίας αναθεωρεί και συμπληρώνει.

Στο διάβα της όμως η επιστήμη είναι βέβαιο ότι θα συναντήσει προβλήματα, που θα βάλουν σε δοκιμασία τις υπάρχουσες θεωρίες. Ένα από τα αινίγματα που με τα οποία έρχεται σήμερα αντιμέτωπη είναι και αυτό του πριμ των μετοχών. Συγκεκριμένα, έχει παρατηρηθεί από τους ερευνητές το εξής φαινόμενο: Τον τελευταίο αιώνα, οι αποδόσεις των μετοχών ξεπερνούν αυτές των κυβερνητικών ομολόγων κατά 6% περίπου. Οι οικονομολόγοι ανέμεναν από την εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage) να μειώσει την διαφορά αποδόσεων αυτών των δύο επενδυτικών επιλογών. Να τις φέρει σε ένα τέτοιο επίπεδο, που να απεικονίζει και να δικαιολογεί εκείνο το πριμ που απαιτούν οι επενδυτές για να επιλέξουν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους στις πιο ριψοκίνδυνες μετοχές.

Η ουσία του αινίγματος έγκειται στο γεγονός, ότι το υπάρχον πριμ, η διαφορά δηλαδή ανάμεσα στις δύο αποδόσεις, είναι τόσο μεγάλη που μαρτυρά μια αδιανόητη αποστροφή στο ρίσκο (risk aversion). Για να ποσοτικοποιήσουμε το επίπεδο αποστροφής που υποδηλώνεται, ο επενδυτής απλά θα έπρεπε να είναι αδιάφορος

μεταξύ των εξής δύο επιλογών: (I) Ένα στοίχημα με 50% πιθανότητες να κερδίσει είτε €5,000, είτε €10,000 και (II) Ένα σίγουρο κέρδος €5,150! Κάτι τέτοιο είναι πραγματικά πολύ απίθανο, αφού η πλειοψηφία δεν βλέπει καν ως δίλημμα τις δύο αυτές πιθανές επιλογές. Πώς λοιπόν εξηγείται αυτή η υπερβολική απέχθεια για τον κίνδυνο;

Μια σειρά ερμηνειών που έχουν δοθεί για την λύση του αινίγματος, όπως αναποτελεσματικότητα της αγοράς, ψευδαίσθηση του αινίγματος και ρευστότητα των μετοχών, δεν έχουν καταφέρει να πείσουν. Στην εργασία του ο Kocherlakota²⁹ το 1996, περιέχει αρκετές από αυτές τις εξηγήσεις, κάνοντας λεπτομερή αναφορά των επιχειρημάτων τους. Παρόλα αυτά, με πεποίθηση καταλήγει στο συμπέρασμα, ότι το αίνιγμα είναι πραγματικό και η θεμέλιος λίθος του, η ιδιαίτερα υψηλή αποστροφή για το κίνδυνο, εξακολουθεί να υφίσταται.

Η μοναδική ερμηνεία που μέχρι τις μέρες μας κρατά τα σκήπτρα της πιο πιθανής, είναι αυτή που έδωσαν οι Benartzi και Thaler³⁰ το 1995. Εφαρμόζοντας την θεωρία ενδεχομένων και την έννοια της «μυωπικής» αποστροφής για το ρίσκο, έδωσαν μια εύλογη λύση στο αίνιγμα. Εικάζονται ότι λόγω της κοντόφθαλμης (myopic) πρακτικής με την οποία εκτιμούν το χαρτοφυλάκιό τους οι επενδυτές από την μία πλευρά και λόγω της αποστροφής για απώλειες από την άλλη, είναι ιδιαίτερα ευαίσθητοι στις ζημιές το συγκεκριμένο αυτό διάστημα, το οποίο ορίζουν ίσο με περίπου ένα έτος.

Αναλυτικότερα, αναφέρουν ότι οι επενδυτές λαμβάνουν υπόψη τις κατανομές πιθανοτήτων των ετησίων αποδόσεων των μετοχών και των ομολόγων. Στις κατανομές αυτές ζυγίζουν τα πιθανά αρνητικά αποτελέσματα (ζημιές) δύομισι φορές πιο πολύ από ότι τα θετικά (κέρδη), ακριβώς όπως απαιτεί η αποστροφή για απώλειες. Αφού όμως η πιθανότητα να γράψει ζημιά μια επένδυση σε μετοχές, είναι πολλαπλάσια από μία άλλη που είναι τοποθετημένη σε ομόλογα, η επιπλέον βαρύτητα που δίδεται στις ζημιές, απεικονίζεται στην απαίτηση των επενδυτών για

²⁹ Kocherlakota, R.N., (1996): "The Equity Premium: It's Still a Puzzle." *Journal of Economic Literature*, Vol. 34, No. 1., pp. 42-47

³⁰ Benartzi, S., Thaler H.R., (1995): "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle." *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 1., pp. 73-92

υψηλότερη απόδοση, τέτοια ώστε να κάνει τις μετοχές το ίδιο ελκυστικές με τα περισσότερα ασφαλή ομόλογα.

Κεφάλαιο Πέμπτο

Επενδυτική συμπεριφορά

Η θεωρία ενδεχομένων με την σιγμοειδή καμπύλη αξίας και η διανοητική λογιστική αφετέρου, δίνουν μια ερμηνεία βασιζόμενη στη συμπεριφορά, πάνω στο φαινόμενο της προδιάθεσης. Καταλήγουν δηλαδή ότι όταν κάποιος επενδυτής κερδίζει, ευρισκόμενος στο κοίλο τμήμα της καμπύλης, απεχθάνεται το ρίσκο και πουλάει άρον άρον για να κλειδώσει τα κέρδη, ενώ όταν χάνει, μετακινείται στο κυρτό τμήμα, όπου επιθυμεί τον κίνδυνο και αποφασίζει να κρατήσει τη μετοχή με τις ζημιές. Το να κλείσει τον λογαριασμό με ζημιές δεν θέλει να το σκέφτεται σαν επιλογή.

Πέραν αυτής της ερμηνείας που παρέχεται από τα οικονομικά της συμπεριφοράς, οι υποστηρικτές της κλασικής οικονομικής θεώρησης έχουν αναζητήσει και άλλες αιτίες που να δικαιολογούν το φαινόμενο της προδιάθεσης.

16. Ορθολογικές ερμηνείες φαινομένου προδιάθεσης

Το 1986 οι Lakonishok και Smidt³¹ έδωσαν την εξής ερμηνεία για την παρατηρούμενη συμπεριφορά των επενδυτών: Οι επενδυτές που δεν έχουν στα χέρια τους το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, όταν διαπιστώνουν υψηλές αυξήσεις στις τιμές των μετοχών τους, πωλούν ένα τμήμα για να επιτύχουν διαφοροποίηση κινδύνου και να επανασταθμίσουν το χαρτοφυλάκιό τους. Οι ίδιοι ερευνητές πρότειναν και άλλη μια λογική δικαιολογία, η οποία σχετίζεται με τη διαφορά στις πληροφορίες που διαθέτουν οι επενδυτές. Συγκεκριμένα ισχυρίζονται ότι ο επενδυτής που αγόρασε μια μετοχή στηριζόμενος σε ευνοϊκή πληροφόρηση, είναι πολύ πιθανόν να την πουλήσει όταν η τιμή της ανέλθει, σκεπτόμενος λογικά ότι πλέον έχει ενσωματωθεί η πληροφορία στην αξία της. Αν απεναντίας η τιμή πέσει, εκείνος θα κρατήσει την μετοχή μέχρι αυτή να απεικονίσει την πληροφορία που αυτός διαθέτει.

³¹ Lakonishok J. and Smidt S. (1986): "Volume for winners and losers: Taxation and other motives for stock trading." *Journal of Finance*, Vol. 31, pp.951-974.

Μια άλλη πιθανή εξήγηση του φαινομένου που προτάθηκε από τον Harris³² το 1988 ήταν ότι: Αφού τα συναλλακτικά κόστη είναι υψηλότερα για τις μετοχές με χαμηλή τιμή και δεδομένου ότι οι μετοχές με ζημιές ανήκουν κυρίως σε αυτήν τη κατηγορία, κάποιιοι επενδυτές δεν πωλούν, απλά και μόνο γιατί δεν θέλουν να αποφύγουν αυτά τα κόστη.

Μια άλλη κατηγορία επενδυτών πιστεύεται ότι πωλούν τα δυνατά χαρτιά τους, διότι πιστεύουν ότι θα ξεπεραστούν σε απόδοση από τα αδύναμα. Τη στάση αυτή την δικαιολογούν με την πεποίθηση που έχουν ότι αργά ή γρήγορα η απόδοση θα «επιστρέψει στον μέσο» (mean reverting). Οπότε τα χαρτιά που κερδίζουν, έχοντας εξαντλήσει το ανοδικό κανάλι, θα αρχίσουν την κατηφόρα προς την μέση απόδοση, ενώ τα έως τώρα χαμένα χαρτιά, θα αρχίσουν να ανέρχονται και σύντομα θα ξεπεράσουν τα άλλα.

Οι επενδυτές είναι πιο πιθανό να ρευστοποιήσουν τίτλους που έχουν μικρές ζημιές ή κέρδη. Η αιτία είναι ότι λόγω της αποστροφής για απώλειες, θεωρούν πιο εύκολο να αναγνωρίσουν την μικρότερη από την μεγαλύτερη ζημιά και λόγω των φορολογικών συνεπειών αναβάλλουν όσο μπορούν περισσότερο την αναγνώριση των μεγαλύτερων κερδών από ότι των μικρότερων. Συνοψίζοντας, η αναγνώριση μικρών ζημιών και κερδών γίνεται με μεγαλύτερο ρυθμό από ότι των αντίστοιχων υψηλότερων. Αυτή η στάση δεν προβλέπεται από την θεωρία ενδεχομένων και οι ερευνητές την δικαιολογούν με την ερμηνεία ότι οι επενδυτές πιστεύουν στο εξής: Οι μετοχές που μέχρι τώρα είχαν μια μέτρια θετική απόδοση θα ακολουθήσουν αντίστροφη πορεία (reversion), ενώ οι μετοχές που υπεραπόδοσαν θα συνεχίσουν να φέρνουν θετικά αποτελέσματα (trend)³³.

Οι υποστηρικτές των οικονομικών ης συμπεριφοράς, μέσα από εμπειρικές μελέτες κατέληξαν σε συμπεράσματα που καταρρίπτουν μία προς μία όλες τις ορθολογικές ερμηνείες που δόθηκαν παραπάνω. Ο Odean³⁴ το 1998 απέδειξε πως ο επενδυτής που έχει πουλήσει όλο το απόθεμα μιας μετοχής του χαρτοφυλακίου του, μάλλον δεν έχει

³² Harris L. (1988): "Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels: Evidence supporting the disposition effect: Discussion." *Journal of Finance*, Vol. 43, pp.698-699

³³ Barberis N, Shleifer A., Vishny R., (1998): "A model of Investor Sentiment." *Journal of Financial Economics* Vol. 49, pp. 307-343

³⁴ Odean T. (1998): "Are investors reluctant to realize their losses?", *Journal of finance*, Vol. 53, pp. 1775-1798

ως κίνητρο την διαφοροποίηση, ειδικά αφού συνεχίζει και πουλάει μετοχές που έχουν κέρδη. Επίσης επιχειρηματολογεί ενάντια και στην υπόθεση του υψηλού συναλλακτικού κόστους των φτηνών μετοχών, αποδεικνύοντας πως ακόμα και όταν το κόστος ήταν το ίδιο για δύο μετοχές, οι επενδυτές προτιμούσαν να πωλούν αυτή που είχε κέρδη.

Περαιτέρω σε διατριβή του Brown³⁵ το 2002, συμπεραίνεται ότι η ερμηνεία που βασίζεται στην ευνοϊκή πληροφόρηση δεν στέκει, διότι οι μετοχές που είχαν κέρδη και πουλήθηκαν, κατά μέσο όρο ξεπερνούσαν σε απόδοση εκείνες που είχαν απώλειες και παρέμειναν στο χαρτοφυλάκιο, για το επόμενο διάστημα 6 έως και 24 μηνών. Όσο αφορά την αντιστροφή στην πορεία της τιμής (reverting), αυτή συμβαίνει πολύ αργότερα, περίπου 3 με 5 χρόνια, όπως έχουν παρατηρήσει οι Thaler και DeBondt³⁶. Το μακρύ αυτό χρονικό διάστημα δεν δικαιολογεί τις προσδοκίες των επενδυτών, οι οποίοι προφανώς σφάλουν περιμένοντας βραχυπρόθεσμες αλλαγές στην τροχιά των μετοχών.

Η ερμηνεία της τάσης (trend) δεν ευσταθεί, διότι οι επενδυτές δεν συνηθίζουν να αγοράζουν επιπλέον μετοχές από την κατηγορία των κερδισμένων που διαθέτουν στο χαρτοφυλάκιό τους. Αυτό συμβαίνει για διάφορους λόγους. Πρώτον μπορεί να έχουν φτάσει ήδη σε ένα όριο επιθυμητών αγορών συγκεκριμένων μετοχών που αποδίδουν καλά, πριν τους δοθεί η ευκαιρία να υπεραποδώσουν. Δεύτερον μπορεί να επηρεάζονται από την αποστροφή για μετάνοια και να μην στρέφονται στην αγορά επιπλέον τίτλων που κερδίζουν. Παράδειγμα, εάν ο X αγοράσει 10 μετοχές της εταιρίας A στα €100 και η μετοχή πάει στα €150, τότε μπορεί ο X να πιστεύει ότι θα συνεχίσει να ανεβαίνει (ακολουθώντας την τάση), αλλά θα απέχει από το να αγοράσει επιπλέον μετοχές της A. Ο λόγος είναι ότι θα νοιώσει άσχημα που δεν έκρινε καλύτερα στο παρελθόν, να προβλέψει την άνοδο και να αγοράσει από την αρχή 20 μετοχές. Όσο μεγαλύτερη η απόσταση μεταξύ αρχικής και μεταγενέστερης τιμής, τόσο μεγαλύτερη η πιθανή μετάνοια.

³⁵ Brown P., Chappel N., R. da Silva, and Walter I. (2002): "The beach of the disposition effect: Large sample evidence across investor classes." Working paper, University of New South Wales

³⁶ DeBondt, Werner F.M. and Thaler R., (1987): "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality," Journal of Finance, Vol. 42, Part 3, pp. 557-581.

17. «Ευριστικοί» Κανόνες (Heuristics)

Στο δεύτερο κεφάλαιο κάναμε μια αναφορά στο τι είναι οι «ευριστικοί» κανόνες και πως αυτοί χρησιμοποιούνται για την απλοποίηση και επίλυση πολύπλοκων προβλημάτων, χωρίς πάντα βέβαια να προτείνουν τη σωστή λύση. Οι τρεις δημοφιλέστεροι κανόνες που αναφέρονται στην θεωρία ενδεχομένων από τους Kahneman και Tversky είναι οι εξής:

Ø Κανόνας αντιπροσώπευσης. (Representativeness Heuristic)

Οι Kahneman και Tversky σχετίζουν τον νόμο των μικρών αριθμών με την τάση των ανθρώπων να χρησιμοποιούν ανεπαρκώς τα στοιχειώδη ποσοστά (base rates) και κάνουν λόγο για τον κανόνα αντιπροσώπευσης. Ο νόμος του Bayes, λέει ότι στις εκτιμήσεις πιθανοφάνειας, πρέπει να συνδυάζουμε τα στοιχειώδη ποσοστά (πληθυσμιακά ποσοστά που τυγχάνουν μέσα στα διάφορα υποσύνολα) με τον κανόνα αυτόν. Παρόλα αυτά οι άνθρωποι υποτιμούν την πληροφόρηση που παρέχουν αυτά τα ποσοστά όταν διαμορφώνουν κρίσεις για τα υποσύνολα του αρχικού πληθυσμού. Δηλαδή όταν δούμε κάποιον που μοιάζει με εγκληματία, η εκτίμησή μας της πιθανότητας να είναι όντως εγκληματίας τείνει να υποτιμά τα βασικά στοιχειώδη πληθυσμιακά ποσοστά των εγκληματιών στο σύνολο των ανθρώπων. Άλλο ένα χειροπιαστό παράδειγμα είναι: Αν ερωτηθεί κανείς με τι πιθανότητα η Α που είναι ντροπαλή και ακοινωνήτη είναι (Β) βιβλιοθηκάριος ή (Γ) εξωτική χορεύτρια, είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα υποπέσει στο εξής σφάλμα: Να αναρωτηθεί πόσο αντιπροσωπευτική είναι η Α της κατηγορίας Β και πόσο της Γ, αγνοώντας τα στοιχειώδη ποσοστά που υποδεικνύουν ότι οι βιβλιοθηκάριοι είναι πολλοί λιγότεροι στο σύνολο του πληθυσμού από ότι οι εξωτικές χορεύτριες.

Ø Κανόνας διαθεσιμότητας (Availability Heuristic)

Ο κανόνας αυτός χρησιμοποιείται όταν χρειαστεί να εκτιμήσουμε την πιθανότητα ή τη συχνότητα με την οποία συμβαίνει κάποιο γεγονός, σύμφωνα με το πόσο γρήγορα μας έρχεται στο μυαλό ένα ανάλογο παράδειγμα ή κάποιος συναφής συσχετισμός. Όταν στο μυαλό μας παρουσιάζονται γρήγορα κάποιοι συσχετισμοί με το προς

εκτίμηση φαινόμενο, τότε τείνουμε να υπερεκτιμάμε την πιθανότητα ή τη συχνότητα με την οποία πραγματικά παρουσιάζεται. Παράδειγμα αν κάποιος ερωτηθεί σε τι ποσοστό οι γάμοι οδηγούν σε διαζύγιο, είναι πολύ πιθανόν να υπερεκτιμήσει την εν λόγω πιθανότητα αν έχει κάποιους φίλους που έχουν χωρίσει ή γενικά αν βρίσκει στο μυαλό του εύκολα, παραδείγματα χωρισμών.

Ø Κανόνας «άγκυρας» και προσαρμογής (Anchoring and adjustment)

Για τον κανόνα αυτό έχει γίνει ήδη αναφορά στο δεύτερο κεφάλαιο, όπου είδαμε ότι για την εκτίμηση ενός αβέβαιου γεγονότος κανείς ξεκινά από ένα σίγουρο σημείο αναφοράς και συνεχίζει από εκεί κάνοντας εκτιμήσεις.

Έχοντας αναλύσει τα φαινόμενα της προδιάθεσης και του αντιπροσωπευτικού κανόνα έχουμε τις βάσεις για προχωρήσουμε στην διερεύνηση της επενδυτικής συμπεριφοράς.

18. Επενδυτική συμπεριφορά στην αγορά των Α/Κ

Η αποστροφή για τις ζημιές αποτελεί εσωτερική παρόρμηση για την πλειοψηφία των επενδυτών. Αυτή όμως δεν συνεπάγεται πως ο επενδυτής αποστρέφεται τον κίνδυνο. Απεναντίας ανάλογα με τις περιστάσεις, άλλες φορές αποφεύγουμε τον κίνδυνο και άλλες τον επιθυμούμε. «Ο παίζων, χάνει» λέει μια παροιμία και αυτό προσπαθούν να αποφύγουν οι παίχτες όταν ποντάρουν και ρισκάρουν τα διπλά από όσα έχουν ήδη χαμένα. Από την άλλη όταν είναι να κερδίσουν προτιμούν το σίγουρο κέρδος και ας είναι μικρότερο από ένα άλλο σχεδόν σίγουρο.

18.1. Πλάνη καταβληθέντος κόστους

Παρομοίως στην σφαίρα που κινείται ο επενδυτής, όσο πιο πολλούς διανοητικούς λογαριασμούς έχει ανοίξει, τόσο πιο μεγάλη η πιθανότητα να εισέλθει η αποστροφή για ζημιά στην διαδικασία λήψης αποφάσεων. Οι επενδυτές που πάσχουν από απροθυμία πραγματοποίησης ζημιών, διαμορφώνουν το χαρτοφυλάκιό τους με παραποιημένη την εντύπωση συνολικού ρίσκου προς απόδοση. Δεν κάνουν σωστή

διαφοροποίηση και αποφεύγουν να πάρουν τις απαραίτητες αποφάσεις που θα τους απαλλάξουν από ζημιογόνες τοποθετήσεις. Έχουν την εσφαλμένη εντύπωση ότι καθυστερώντας τις δύσκολες αποφάσεις θα πάρουν πίσω τα χρήματά τους. Το φαινόμενο αυτό καλείται «πλάνη παρελθοντικού κόστους» (sunk cost fallacy).

Στην μικροοικονομική θεωρία μόνο τα κόστη που έπονται μιας απόφασης, έχουν σχέση με αυτήν, όχι τα ήδη πραγματοποιηθέντα. Τα κόστη που έχουν γίνει, δεν επηρεάζονται από μελλοντικές αποφάσεις και δεν πρέπει να τις επηρεάζουν. Αν κατά λάθος συμπεριληφθούν στη διαδικασία εκτίμησης τότε δεν θα αξιολογήσουμε μια απόφαση με βάση μόνο τα δικά της πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Για την κατανόηση του φαινομένου έστω το παρακάτω παράδειγμα: Ας υποθέσουμε ότι κάποιος αγοράζει ένα εισιτήριο για να παρακολουθήσει μια ταινία στον κινηματογράφο, για την οποία διαπιστώνει πριν την δει ότι δεν του αρέσει. Δύο λύσεις υπάρχουν:

- § Έχοντας πληρώσει για το εισιτήριο, να υπομείνει την παρακολούθηση της ταινίας που δεν του αρέσει.
- § Έχοντας πληρώσει για το εισιτήριο, να μην εισέλθει στο κινηματογράφο και να αξιοποιήσει αλλιώς τον χρόνο του, με τρόπο που θα του δώσει μεγαλύτερη ευχαρίστηση.

Για την απλοποίηση της απόφασης αφαιρούμε τον κοινό παράγοντα και των δύο ενδεχομένων, το γεγονός ότι υπάρχει ένα τετελεσμένο κόστος για την αγορά του εισιτηρίου. Αν έχει μετανιώσει για την αγορά του εισιτηρίου γιατί πιστεύει πως η ταινία δεν αξίζει, τότε η παρούσα απόφαση που έχει να πάρει είναι αν θέλει να δει την ταινία ανεξαιρέτως του ποσού που πλήρωσε, σαν να ήταν να παρακολουθήσει μια ελεύθερη (free) προβολή. Οι οικονομολόγοι υποστηρίζουν πως αφού η πρώτη επιλογή συνεπάγεται διπλό κόστος, (χρήματα και υποχρεωτική παρακολούθηση ταινίας), είναι υποδεέστερη της δεύτερης που συνεπάγεται μόνο χρηματικό κόστος. Άρα είναι λογικό να επιλέξει την δεύτερη και να αγνοήσει το κόστος που καταβλήθηκε.

Οι άνθρωποι όμως ανησυχούν πολύ και απεχθάνονται να σπαταλάνε πολύτιμους πόρους. Η αποστροφή για της ζημιά (loss aversion) κάνει την πλειοψηφία να νοιώσει υποχρεωμένη να παρακολουθήσει την ταινία, παρόλο που δεν το επιθυμεί, διότι σε

περίπτωση που απέχουν από την αίθουσα, συνεπάγεται πως τα χρήματα του εισιτηρίου πήγαν χαμένα. Νοιώθουν δηλαδή πως άπαξ και έχει πληρωθεί το αντίτιμο, έχουν περάσει το τελευταίο σημείο επιστροφής (point of no return) και δεν έχουν άλλη επιλογή από το να δουν την ταινία. Η πλάνη αυτή, θεωρείται από τους οικονομολόγους ως μη ορθολογική συμπεριφορά, διότι δεν γίνεται σωστή κατανομή των πόρων όταν η επενδυτική απόφαση βασίζεται σε πληροφορίες άσχετες με αυτήν. Κάποιος μπορεί να αντιπροτείνει την πώληση του εισιτηρίου, όμως κάτι τέτοιο δεν είναι πάντα εφικτό. Εκτός αυτού αν καταφέρει να το πουλήσει το σίγουρο είναι ότι δεν θα πάρει πίσω όσα χρήματα πλήρωσε για να το αγοράσει. Εξάλλου υπάρχουν και περιπτώσεις που δεν υπάρχει περίπτωση μεταπώλησης, όπως π.χ. έξοδα για μια αποτυχημένη διαφημιστική καμπάνια. Όσα χρήματα δαπανήθηκαν δεν επιστρέφουν.

18.2. Στενός ορισμός πλαισίου (Narrow Framing)

Η διανοητική λογιστική πέρα από το ρόλο που παίζει στο φαινόμενο της προδιάθεσης και στην αποστροφή για ζημιές, αποτελεί και την κύρια αιτία του ορισμού στενών πλαισίων γύρω από τις επενδυτικές αποφάσεις. Κάθε πιθανή επιλογή εξετάζεται μέσα σε ένα περιορισμένο πλαίσιο, όπου ελέγχεται το πόσο επηρεάζει τον κάθε ανοιχτό λογαριασμό ξεχωριστά. Η τάση να βλέπει ο επενδυτής κάθε επιλογή, απομονωμένη από όλες τις υπόλοιπες, οδηγεί πολλές φορές σε αντίθετες προτιμήσεις. Στερούμενοι ευρύτερης αντίληψης των διαθέσιμων επιλογών, αδυνατούν να επιλέξουν μια άριστη συνδυαστική πορεία δράσης και αποτυγχάνουν.

Το φαινόμενο αυτό, κατά το οποίο οι προτιμήσεις δεν παραμένουν σταθερές, όταν ζητείται με διαφορετικό τρόπο κάθε φορά, από τους επενδυτές να τις εκφράσουν, ονομάζεται αποτέλεσμα «πλαισίου» (Framing effect). Δύο λογικά ισοδύναμες (αλλά όχι προφανές τρόπο όμοιες) διατυπώσεις ενός προβλήματος, οδηγεί τους λήπτες αποφάσεων να διαλέξουν διαφορετικές επιλογές. Αν συνδυαστεί με το φαινόμενο της προδιάθεσης και ειδικά με το τμήμα του που καλείται αποστροφή για ζημιές, τότε επιτυγχάνεται μια πολύ σημαντική προβλέψιμη επιρροή πάνω στις επιλογές ενός ατόμου.

Επομένως, ένα πλαίσιο στο οποίο τονίζονται οι απώλειες που σχετίζονται με μια επιλογή, μεταμορφώνει την επιλογή σε λιγότερο ελκυστική λύση. Παρομοίως αν το πλαίσιο εκμεταλλευτεί την «μειούμενη ευαισθησία» (βλ. παράγραφο 2.2.3), κάνοντας τις ζημιές να φαίνονται ελάχιστες σε σχέση με τα λοιπά εμπλεκόμενα μεγέθη, τότε η επιλογή αυτή γίνεται πιο επιθυμητή. Οι εταιρίες που πωλούν Α/Κ έχοντας εστιάσει τα δυνατά και αδύνατα σημεία των προϊόντων τους, τα λανσάρουν με τέτοιο τρόπο ώστε να τονίζουν το πλεονέκτημα στα μάτια των επενδυτών και να τους τοποθετούν σε ένα πλαίσιο κέρδους όταν πετυχαίνουν υψηλές αποδόσεις, ενώ όταν έχουν μηδαμινό ρίσκο τους μεταφέρουν σε ένα πλαίσιο ζημιών. Σαν τις δύο πλευρές ενός νομίσματος, όπου κάθε φορά δείχνεται στον επενδυτή, αυτή που επιτρέπει στην εταιρία να χειραγωγήσει τις προτιμήσεις του.

Σύνηθες είναι επίσης το φαινόμενο τα οικονομούντα άτομα να λαμβάνουν αποφάσεις νομίζοντας ότι είναι ανεξάρτητες από όλες τις επόμενες που θα βρουν στο δρόμο τους. Για παράδειγμα τιμολογούν το ίδιο ένα δικαίωμα (Α): να παίξουν κορώνα γράμματα ένα κέρδος €1,000 με ένα άλλο (Β), που τους επιτρέπει: να παίξουν το ίδιο στοίχημα πέντε συνεχείς φορές. Αυτό βέβαια είναι λάθος διότι το δικαίωμα (Β) είναι ακριβότερο, αφού εκμεταλλεύεται το πλεονέκτημα της στατιστικής άθροισης, η οποία μειώνει τον σχετικό κίνδυνο σε μια σειρά στοιχημάτων. Η πλειοψηφία των επενδυτών που στερείται ευρύτητα αντιλήψεως των μελλοντικών ριψοκίνδυνων ευκαιριών, λαμβάνει αποφάσεις σαν να πρόκειται να είναι οι τελευταίες που θα πάρουν ποτέ στη ζωή τους.

18.3. Αποφάσεις αγοράς και πώλησης Α/Κ

Έχοντας παραθέσει το βασικό πλαίσιο μέσα στο οποίο οι επενδυτές λαμβάνουν αποφάσεις και ανιχνεύσει τις κυριότερες τάσεις που διέπουν τις επιθυμίες, τις σκέψεις και τα συναισθήματά τους, θα συνεχίσουμε παρατηρώντας πως συμπεριφέρονται στην πράξη, όταν έρχονται αντιμέτωποι με κάποιες επενδυτικές επιλογές.

Από έρευνες στην αγορά των Α/Κ έχει διαπιστωθεί ότι όσοι επενδύουν σε αυτά, με άλλα κριτήρια προβαίνουν σε αγορές και με άλλα σε πωλήσεις. Συγκεκριμένα όταν αγοράζουν Α/Κ, επιλέγουν κατά ένα σημαντικό ποσοστό από τα κορυφαία όσων

αφορά τις προγενέστερες αποδόσεις. Βασιζόμενοι στον κανόνα αντιπροσώπευσης, σχηματίζουν την εσφαλμένη εντύπωση ότι η παρελθούσα απόδοση είναι αντιπροσωπευτική των μελλοντικών αποδόσεων. Για αυτό κατά τις αγορές του, το κυριότερο κριτήριο είναι η απόδοση που έχει πετύχει η διοίκηση του A/K στο παρελθόν, διότι πιστεύουν ότι προβλέπει την μελλοντική επίδοσή της.

Απεναντίας οι ίδιες έρευνες έχουν δείξει πως οι πωλητές A/K, στην πλειοψηφία τους πωλούν επιτυχημένα από πλευράς απόδοσης A/K, παρά άλλα που έχουν υποαποδόσει και από τα οποία έχουν χάσει χρήματα. Παρατηρούμε δηλαδή ότι κυριαρχεί το φαινόμενο της προδιάθεσης στις επενδυτικές αποφάσεις. Στην περίπτωση δηλαδή πώλησης, δεν πιστεύουν πως η καλή παρελθούσα απόδοση είναι οιασδήποτε επιτυχημένης μελλοντικής πορείας. Οι παραπάνω αντίθετες τάσεις των επενδυτών έχουν δημιουργήσει μια θετική ασυμμετρία ανάμεσα στις καθαρές ροές (διαφορά εισροών εκροών) χρημάτων σε ένα A/K και στις επιδόσεις που αυτό φέρνει. Στα κορυφαία υπάρχει υψηλή ρευστότητα αφού οι επενδυτές είτε κερδίζουν, είτε χάνουν, επιλέγουν να εμπορεύονται σε αυτή τη κατηγορία, ενώ στα A/K με μέτριες επιδόσεις, οι καθαρές ροές είναι περιορισμένες, λόγω της απροθυμίας των επενδυτών να τα πωλούν όταν γράφουν ζημιές.

3.3.1. Κυνηγώντας τις καλές επιδόσεις ενός A/K

Γενικά το κυνήγι της απόδοσης έχει διάφορες αρνητικές συνέπειες, όπως οι εξής:

- Με την πώληση ενός A/K για να εξοικονομηθούν χρήματα για την αγορά ενός άλλου, επιταχύνεται η αναγνώριση κεφαλαιακών κερδών και επιβάλλονται φόροι που μειώνουν την συνολική απόδοση.
- Τα A/K με τις υψηλότερες επιδόσεις έχουν περισσότερα λειτουργικά έξοδα και μεγαλύτερο κύκλο εργασιών. Αυτά αποτελούν εμπόδια για την συνολική απόδοση και τις αφαιρούν πόντους από το τελικό αποτέλεσμα στο κλείσιμο του έτους.
- Οι διοικήσεις των A/K στην προσπάθειά τους να ελκύσουν επενδυτικά κεφάλαια, επιδιώκουν όλο και πιο υψηλές αποδόσεις από τις επιλογές που

κάνουν, χωρίς να είναι προσαρμοσμένες στον κίνδυνο (risk adjusted returns). Κάτι τέτοιο οδηγεί σε προβλήματα αντιπροσώπευσης (agency conflicts³⁷).

Η στάση των επενδυτών να κυνηγούν την καλή συνολική επίδοση εν γένει θεωρείται λογική και υποστηρίζεται από έρευνες που έχουν δείξει ότι οι καλές αποδόσεις τείνουν να επαναλαμβάνονται, αλλά για βραχυπρόθεσμο διάστημα (συνήθως ένα έτος). Αυτό συμβαίνει διότι οι fund managers είναι πολύ δύσκολο κάθε χρόνο να βρίσκουν συνέχεια ευκαιρίες να επενδύουν τα ολοένα αυξανόμενα κεφάλαια που εισρέουν για διαχείριση. Εξάλλου όπως ήδη δείξαμε το μεγαλύτερο μέγεθος ενός Α/Κ αυξάνει τα λειτουργικά του έξοδα και τον όγκο συναλλαγών του, με συνέπεια να μειώνεται η συνολική απόδοσή του. Τοιουτοτρόπως ο επενδυτής έχει λόγους να αναμένει μια ακόμα καλή χρονιά αν επενδύσει στα Α/Κ που έφεραν καλά αποτελέσματα το τελευταίο έτος.

Η επενδυτική τάση όμως να πουλάει κανείς τα κερδισμένα και να κρατάει τα χαμένα Α/Κ, είναι άκρως αντιπαραγωγική. Ειδικά αν λάβει κανείς υπόψη ότι τα πορίσματα των έως τώρα ερευνών, υποδηλώνουν ότι οι κακές αποδόσεις επαναλαμβάνονται και μάλιστα για αρκετά συνεχόμενα χρόνια. Τα αποτέλεσμα είναι όχι μόνο να μην έρχεται η πολυπόθητη αναμενόμενη ανάκαμψη, αλλά τα Α/Κ που πουλήθηκαν να επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις από αυτά που παρέμειναν στο χαρτοφυλάκιο. Επιπλέον λόγω της κερδοφορίας αυτών που ρευστοποιήθηκαν ο επενδυτής δέχεται και ένα φορολογικό ράπισμα.

Ο φορολογικός παράγοντας παίζει ρόλο στο φαινόμενο της προδιάθεσης στην αγορά των Α/Κ (mutual fund market), αλλά όχι τόσο σημαντικό όσο στην αγορά των μετοχών (security market). Έτσι έχει παρατηρηθεί πως την τάση που έχουν οι επενδυτές στο τέλος του χρόνου να πωλούν ζημιογόνες μετοχές με κύριο σκοπό την έκπτωση φόρου, δεν την υιοθετούν στον ίδιο βαθμό οι κάτοχοι Α/Κ που έχουν σημειώσει απώλειες³⁸.

³⁷ Chevalier J. and Glenn E. (1997): "Risk taking by mutual funds as a response to incentives." *Journal of Political Economy*, Vol. 105, pp. 1167-1200

³⁸ Bergstresser D. and Poterba M. J. (2000): "Do after-tax returns affect mutual fund inflows?", MIT working paper

Η έκταση στην οποία θα επηρεαστεί ο επενδυτής στις αποφάσεις του, από το φαινόμενο της προδιάθεσης, εξαρτάται από το πλαίσιο μέσα στο οποίο θα κινηθεί. Αν δει την αποτυχημένη επένδυση σε ένα συγκεκριμένο A/K ως μια δική του απόφαση, «επενδυτικό πλαίσιο», τότε είναι πιθανόν να μετανιώσει για την επιλογή του και να μην θελήσει να εξαγοράσει τα μερίδιά του, επηρεασμένος από το φαινόμενο της προδιάθεσης. Σε περίπτωση όμως που θεωρήσει την χαμηλή απόδοση απόρροια της κακοδιαχείρισης, τότε λειτουργώντας μέσα σε ένα «πλαίσιο αντιπροσώπευσης», θα δει το όλο ζήτημα σαν «απόλυση» της διοικήσεως, παρά σαν πώληση ενός ζημιογόνου A/K. Η θεώρηση αυτή του επιτρέπει να πουλήσει και να απαλλαγεί, χωρίς να νοιώσει μετάνοια για κάτι, αφού το λάθος δεν ήταν δικό του.

3.3.2. Επενδυτικό αισθητήριο και έξοδα A/K

Ένας άλλος παράγοντας που επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις σχετικά με τα A/K, είναι ο διαφορετικός βαθμός ευαισθησίας των μεριδιούχων, απέναντι στα λειτουργικά έξοδα και τις αμοιβές της διοίκησης. Όταν κάποιος εισέρχεται σε ένα A/K πληρώνει προμήθεια εισόδου και όταν εξέρχεται μερικές φορές απαιτείται να καταβάλει προμήθεια εξόδου. Για να αγοράσει κανείς μερίδια μπορεί να απευθυνθεί σε ένα μεσίτη, οπότε στην περίπτωση αυτή θα του παρακρατηθεί μια προμήθεια για την μεσιτεία. Όσο έχει τα μερίδια στα χέρια του, κερδίζει μια απόδοση από την οποία αφαιρούνται τα λειτουργικά έξοδα. Τέλος από την απόδοση αφαιρείται και το έμμεσο συναλλακτικό κόστος. Πρόκειται για το κόστος του A/K από το εμπόριο μετοχών για την κάλυψη των αναγκών των μεριδιούχων και την συνεχή διαφοροποίηση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Το κόστος αυτό επιβαρύνει όλους τους μεριδιούχους, είτε προβαίνουν σε συνεχείς εξαγορές μεριδίων, είτε τα κρατούν για μακρύ χρονικό ορίζοντα στα χέρια τους.

Η έντονη φιλολογία γύρω από το θέμα των εξόδων ενός A/K, έχει διαπιστώσει πως οι επενδυτές είναι ευαίσθητοι στα έξοδα εκείνα που ξεχωρίζουν και αφαιρούν ξεκάθαρα χρήματα από την τσέπη τους. Στην κατηγορία αυτή, ανήκουν οι διάφορες προμήθειες εισόδου, εξόδου και μεσιτών. Αντιθέτως οι μεριδιούχοι δεν δείχνουν να ενοχλούνται τόσο από τα διάφορα λειτουργικά έξοδα που πληρώνονται μέσα από την απόδοση που θα επιτύχει η διαχείριση. Από τη στιγμή που δεν πληρώνουν οι ίδιοι άμεσα

κάποιο λογαριασμό, τα δέχονται πιο εύκολα ως κόστος. Εξάλλου η μεταβλητότητα των ετήσιων αποδόσεων αποκρύπτει τις μειώσεις που οφείλονται στα έξοδα λειτουργίας και η διαχείριση μπορεί να χρησιμοποιήσει το πρόσχημα ότι δεν ήταν μια καλή χρονιά για την αγορά γενικότερα.

Προς την ίδια κατεύθυνση δείχνουν και τα πορίσματα ερευνητών των οικονομικών της συμπεριφοράς, που φανερώνουν πως διαμορφώνονται οι προτιμήσεις των επενδυτών ανάλογα με το πώς παρουσιάζονται τα έξοδα³⁹. Επίσης ο Thaler το 1985, ισχυρίστηκε πως τα άτομα προτιμούν να υποστούν μια ζημιά μαζί με ένα μεγαλύτερο κέρδος, παρά το κάθε ένα ξεχωριστά. Επίσης προτιμούν μια ενιαία ζημιά, παρά δύο συνεχόμενες της ίδιας συνδυασμένης αξίας. Για αυτό και οι επενδυτές αρέσκονται σε μια συνολική απόδοση, από την οποία έχουν ήδη αφαιρεθεί τα λειτουργικά έξοδα, όπως επιπλέον προτιμούν ένα ενιαίο λογαριασμό εξόδων, από το να πληρώνουν τμηματικά κάποιες προμήθειες.

Τα παραπάνω συνηγορούν υπέρ της ευαισθησίας των επενδυτών στις προμήθειες και της σχετικής ανεκτικότητας στα λειτουργικά έξοδα. Έχοντας αυτά κατά νου, είναι ηλίου φαινότερο γιατί οι διοικήσεις επιλέγουν να ενσωματώνουν τις αμοιβές τους μέσα στα έξοδα λειτουργίας του Α/Κ.

3.4. Συνέπειες Επενδυτικής Συμπεριφοράς

Το φαινόμενο προδιάθεσης, με το οποίο φαίνεται να συμφωνεί η επενδυτική συμπεριφορά της πλειοψηφίας των επενδυτών, επηρεάζει τις αγοραίες τιμές γενικά, αλλά η σημαντικότερη οικονομική του συνέπεια σχετίζεται με τους ίδιους τους επενδυτές. Για να γίνει αντιληπτό το πόσο κοστίζει σε ένα επενδύτη η αποστροφή για πραγματοποίηση ζημιών παραθέτουμε το παρακάτω αριθμητικό παράδειγμα.

Έστω ο υποθετικός επενδυτής «X» διαθέτει χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από δύο είδη μετοχών. Ο «X» έχει ανάγκη από ρευστά διαθέσιμα αξίας €1,000 και αυτό το ποσό τυγχάνει, για την ευκολία του παραδείγματος, να είναι ίσο με το καθένα εκ των δύο συνόλων μετοχών που διαθέτει. Υποθέτουμε ότι το ένα σεντ μετοχών

³⁹ Tversky A. and Kahneman D. (1986): "Rational Choice and the Framing of Decisions." Journal of Business, Vol. 59(4, part.2):S251-S278

συμπεριφέρεται σαν μια μέση κερδοφόρα μετοχή και το άλλο σαν ζημιογόνα. Ο «X», υιοθετώντας την συμπεριφορά που αναλύσαμε παραπάνω, αποφασίζει να ρευστοποιήσει τους κερδοφόρους τίτλους, γιατί νοιώθει απέχθεια να αναγνωρίσει τις καταγεγραμμένες απώλειες.

Ας υποθέσουμε ότι από την πώληση κερδίζει μια μέση απόδοση της τάξης του 28%. Αφού οι μετοχές του αξίζουν €1,000 σήμερα, θα πρέπει να τις αγόρασε κοντά στα €781 και να έχει κέρδη €219. Αν αποφάσιζε να πωλούσε τις χαμένες μετοχές, θα αναγνώριζε μια μέση αρνητική απόδοση έστω 39%. Αυτό θα υποδήλωνε αξία αγοράς περίπου €1.642, αφού σήμερα κοστίζουν €1,000 και αναγνώριση ζημιάς ύψους €642. Ένα χρόνο αργότερα αν οι μετοχές ακολουθούσαν την μέση παρατηρημένη από ιστορικά στοιχεία συμπεριφορά, οι χαμένες θα είχαν υποαπόδοση 1% κάτω από την αγορά και οι κερδισμένες 2,4% πάνω από την αγορά.

Εστιάζοντας στις φορολογικές συνέπειες και υποθέτοντας ένα μέσο φορολογικό συντελεστή 15%, πωλώντας τις κερδισμένες μετοχές αντί των ζημιογόνων πλήττεται με τους εξής τρόπους:

- Αναγνωρίζονται τα κέρδη του και άρα καταβάλει φόρο 15% πάνω στα €219, ίσο με €33 περίπου.
- Χάνει το δικαίωμα έκπτωσης από τα κέρδη, των ζημιών που πραγματοποίησε, υποθέτοντας πως υπάρχουν αρκετά κέρδη για να αντισταθμιστούν με τις ζημιές. Δηλαδή $642 * 0,15 = €96$ περίπου.
- Τον αθροιστικό φόρο €129 (=33+96) τον καταβάλει ένα χρόνο νωρίτερα, αφού θα μπορούσε κάλλιστα να περιμένει ένα ακόμα χρόνο για να έχει ευνοϊκότερη μεταχείριση στα κέρδη. (Βλ. Θεωρία Κωνσταντινίδη) Αν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk free rate) είναι 8%, χάνει επιπλέον $129 * 0,08 = €10$ περίπου, αν τα δάνειζε κάπου.

Υπολογίζοντας και την υποαπόδοση 3,4% (=1+2,4), των χαμένων μετοχών που αποφάσισε να κρατήσει, συγκριτικά με τις κερδισμένες που πώλησε, χάνει ακόμα $€1,000 * 0,34 = €34$. Επομένως με βάση τα €1,000, χάνει άμεσα €10 από φόρους και €34 από την αναμενόμενη απόδοση, €44 που αντιστοιχούν σε 4,4% υποαπόδοση, σε

σχέση με το τι θα πετύχαινε αν πωλούσε τα ζημιογόνα χαρτιά. Ασφαλώς τα οφέλη από την καθυστέρηση των φόρων αυξάνονται αν ο επενδυτής αποφασίσει να αναγνωρίσει τα κέρδη του μετά τον επόμενο χρόνο. Άλλωστε έχουμε διαπιστώσει από την θεωρία του Κωνσταντινίδη πως όσο περισσότερο αναβάλλεται η αναγνώριση των κερδών τόσο το καλύτερο.

Στρατηγικές Αγοράς, Πώλησης & Ενεργητικής και Παθητικής Διαχείρισης.

Μια πολύ δημοφιλής άποψη ανάμεσα σε πολλούς οικονομολόγους, ερευνητές, ψυχολόγους και δημοσιογράφους, είναι ότι τα άτομα αντιδρούν υπερβολικά στις πληροφορίες που λαμβάνουν. Όπως έχουμε ήδη αντιληφθεί από τα προγενέστερα κεφάλαια, αυτή η υπερβολική ευαισθησία στις πληροφορίες οδηγεί σε υπερβολικές ενέργειες. Αντιδρώντας σε υπέρμετρο βαθμό ένας επενδυτής που λαμβάνει μια πληροφορία, θα προβεί στις ανάλογες κινήσεις, που με την σειρά τους θα επηρεάσουν το σύνολο της αγοράς και άρα το επίπεδο των τιμών.

Επομένως μια θετική πληροφορία σε μια σειρά τέτοιων επενδυτών, θα προκαλέσει ένα κύμα αισιοδοξίας στην αγορά, που θα απεικονιστεί στις τιμές διαπραγματεύσιμων αξιών με ένα μεγάλο πριμ. Απεναντίας μια δυσάρεστη πληροφορία, όπως για παράδειγμα μια ανακοίνωση για μείωση των αναμενόμενων κερδών μιας εταιρείας, θα κατακρημνίσει την τιμή της μετοχής της σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι θα έπρεπε. Αυτομάτως η μετοχή αυτή μετατρέπεται σε υποτιμημένη και άρα αποτελεί ευκαιρία για αγορά.

Συμπεραίνουμε λοιπόν πως κάποιος μπορεί να θεωρήσουν πως αγοράζοντας μετοχές που έχουν υποαποδόσει (χαμένες) και πωλώντας μετοχές που έχουν κερδίσει, έχουν πιθανότητες να επιτύχουν αφύσικα υψηλές αποδόσεις (abnormal returns). Η λογική πίσω από μια τέτοια προσδοκία είναι ότι οι χαμένες μετοχές είναι υποτιμημένες και οι κερδισμένες είναι υπερτιμημένες, λόγω της υπερβολικής αντίδρασης των επενδυτών.

Στο κεφάλαιο αυτό θα ασχοληθούμε με την παρουσίαση δύο αντίθετων στρατηγικών αγορών και πωλήσεων, που αφορούν ακριβώς αυτό το ζήτημα και θα δείξουμε ποια από τις δύο υιοθετούν οι διοικήσεις των Α/Κ. Εν συνεχεία θα αναφερθούμε στην ουσιαστική διαφοροποίηση μεταξύ ενεργητικής (active) και παθητικής (passive) διοίκησης ενός Α/Κ, ποια είναι πιο αποτελεσματική και πως αυτή επηρεάζει τους επενδυτές.

19. Στρατηγικές αγοράς και πώλησης

Η έρευνα γύρω από τον τρόπο με τον οποίο είναι δυνατόν να τοποθετηθεί κανείς στην αγορά, με τέτοιο τρόπο ώστε να επιτύχει αποδόσεις υπεράνω του αναμενόμενου, έχει μοιραστεί σε δύο αντίθετες τακτικές, που υιοθετούν ακριβώς αντίθετες στάσεις απέναντι στις μετοχές με απώλειες ή κέρδη.

19.1. Αντίστροφη Στρατηγική (Contrarian Strategy)

Οι De Bondt και Thaler στηριζόμενοι στην θεωρία της υπερβολικής αντίδρασης συνέστησαν μια αντίστροφη στρατηγική απέναντι στις κινήσεις των μετοχών. Πρότειναν δηλαδή την αγορά χαμένων μετοχών διότι ήταν υποτιμημένες και την πώληση κερδισμένων που ήταν υπερτιμημένες. Ισχυρίστηκαν ότι οι τιμές των μετοχών δεν βρίσκονται στο απαιτούμενο επίπεδο ισορροπίας, λόγω του ότι οι περισσότεροι επενδυτές με τις υπέρμετρες αντιδράσεις τους, τις έχουν απομακρύνει από αυτό. Άρα το τρέχον επίπεδο δεν αντικατοπτρίζει τα θεμελιώδη στοιχεία των εταιρειών, αλλά μάλλον τον θόρυβο των ευαίσθητων επενδυτών.

Για να αποδείξουν τους ισχυρισμούς τους, διαμόρφωσαν ένα χαρτοφυλάκιο ακολουθώντας «αντίστροφη» στρατηγική και κατέληξαν στο εξής συμπέρασμα: Οι μετοχές που είχαν υποαποδόσει για ένα διάστημα 3 έως 5 ετών, στο αμέσως επόμενο διάστημα πέτυχαν υψηλότερες αποδόσεις από τις κερδισμένες του προηγούμενου. Ανάλογη επιτυχία σημείωσαν και άλλοι ερευνητές σε μικρότερο χρονικό ορίζοντα. Συγκεκριμένα διαπίστωσαν πως σε διάστημα από μία βδομάδα⁴⁰ έως ένα μήνα⁴¹ παρατηρείται αναστροφή στην απόδοση και μετοχές που είχαν καταγράψει απώλειες, στην συνέχεια ανακτούσαν το χαμένο έδαφος.

Οι ισχυρισμοί τους βέβαια τελούν ακόμα υπό συζήτηση και αρκετοί τους έχουν αμφισβητήσει. Επειδή η στρατηγική που ακολουθείται είναι έντασης συναλλαγών και βασίζεται σε βραχυπρόθεσμες κινήσεις μετοχών, το αντεπιχείρημα που ασκείται από

⁴⁰ Lehman B.N., (1990): "Fads, Martingales and Market Efficiency." Quarterly Journal of Economics, Vol. 105, pp. 1-28

⁴¹ Jegadeesh N., (1990): "Evidence of predictable behaviour of security returns." Journal of Finance, Vol. 45, pp. 881-898

τους κριτικούς είναι, ότι η επιτυχία μπορεί να οφείλεται περισσότερο σε βραχύβιες πιέσεις στις τιμές ή σε κάποια έλλειψη ρευστότητας της αγοράς, παρά στην υπερβολική αντίδραση των επενδυτών. Άλλοι τέλος, προσφέρουν ως εναλλακτική ερμηνεία, την καθυστερημένη αντίδραση των τιμών σε κοινούς παράγοντες

19.2. Αναλογική Στρατηγική (Relative Strategy)

Οι επικριτές της παραπάνω στρατηγικής αντιπροτείνουν μια άλλη τακτική, η οποία είναι σε αναλογία με τις μεταβολές των αποδόσεων. Ο Levy⁴² το 1967, ισχυρίστηκε ότι έχοντας ως συναλλακτικό κανόνα να αγοράζει μετοχές με κέρδη και να πουλάει μετοχές με απώλειες, πέτυχε υπερβολικές θετικές αποδόσεις. Δέχτηκε και αυτός κριτική όμως, ότι επέλεξε μεροληπτικό δείγμα στο εξάμηνο διάστημα που ερεύνησε, γιατί άλλοι που εφήρμοσαν την ίδια τακτική δεν πέτυχαν καμία ιδιαίτερη απόδοση.

Παρόλα αυτά, στην πράξη αρκετοί διαχειριστές χαρτοφυλακίων χρησιμοποιούν την αναλογική στρατηγική. Έχει παρατηρηθεί πως τα A/K τείνουν να αγοράζουν μετοχές με επιτυχημένη πορεία και η επιλογή τους αυτή, έχει ανταμείψει τους μεριδιούχους με πολύ καλές αποδόσεις. Αυτή η ανακολουθία συμπερασμάτων μεταξύ πράξης και θεωρίας, μπορεί να εξηγηθεί με τους εξής τρόπους:

- Οι αποδόσεις που πετυχαίνουν τα A/K ακολουθώντας αναλογική στρατηγική είναι πιθανόν αναληθείς
- Οι αποδόσεις είναι αληθείς, αλλά είναι άσχετες με την επιλογή να αγοράζονται κερδοφόρες μετοχές και να πωλούνται ζημιογόνες
- Διαφορά χρονικού ορίζοντα ανάμεσα στην εφαρμοζόμενη επενδυτική πρακτική και της θεωρητικής έρευνας. Οι διοικήσεις των A/K επενδύουν με ορίζοντα από 3 έως 12 μήνες⁴³, ενώ οι θεωρητικοί έχουν ελέγξει διαστήματα είτε βραχυπρόθεσμα (βδομάδα έως μήνα), είτε μακροπρόθεσμα (3 έως 5 έτη).

Μια σημαντική έρευνα των Jegadeesh και Titman το 1993, τάσσεται υπέρ της ερμηνείας του χρονικού ορίζοντα και συμπεραίνει ότι η παρατηρούμενη υπεραπόδοση δεν

⁴²Levy, R. A., (1967): "Relative Strength as a Criterion for Investment Selection." Journal of Finance, Vol. 22, Issue 4, pp. 595-610.

⁴³Η Value Line υπολογίζει ένα παράγοντα μέτρησης του momentum των τιμών των μετοχών ως εξής: Διαιρώντας τη μέση τιμή μιας μετοχής που διαμορφώνεται σε 10 εβδομάδες (3 μήνες), με την ανάλογη μέση τιμή 52 εβδομάδων (12 μήνες).

προέρχεται από τον συστηματικό κίνδυνο των συναλλακτικών στρατηγικών, ούτε και από την καθυστερημένη αντίδραση της τιμής των μετοχών σε μεταβολές κοινών παραγόντων της αγοράς. Απεναντίας τα πορίσματα έδειξαν ότι μάλλον οφείλεται σε βραδεία αντίδραση των τιμών σε πληροφορίες που αφορούν κάποια εταιρεία συγκεκριμένα και όχι την αγορά γενικότερα.⁴⁴ Κατέληξαν επίσης στο συμπέρασμα πως οι αναστροφές (reversals) των τιμών, δεν είναι μόνιμες. Δηλαδή ενώ στο πρώτο εξάμηνο διάστημα μετά από μια ανακοίνωση κερδών οι μετοχές υπεραποδίδουν, μετά αρχίζει μια καθοδική πορεία, που συνεχίζεται για περίπου δυόμισι χρόνια ακόμα.

19.3. Συμπεράσματα

Συνοψίζοντας, συμπεραίνουμε πως οι δύο στρατηγικές μπορούν να φέρουν το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα, της υψηλής απόδοσης, σε διαφορετικά χρονικά διαστήματα όμως, όπου το ένα διαδέχεται το άλλο. Η τιμή ακολουθεί μια «ημιτονοειδή» πορεία, όπου άλλοτε βρίσκεται σε ανοδική και άλλοτε σε καθοδική τροχιά. Τα διαστήματα όμως στα οποία αναμένονται οι αναστροφές, δεν είναι συμμετρικά και επομένως δεν γνωρίζει κανείς πότε θα γίνει αλλαγή. Οι ως τώρα μελέτες που ισχυρίζονται ότι έχουν εκτιμήσει πότε περίπου είναι κατάλληλη η μια στρατηγική και πότε η άλλη, τελούν ακόμα υπό συζήτηση, δέχονται ισχυρές κριτικές και σίγουρα δεν πρόκειται να αποτελέσουν πανάκεια.

Οι ερμηνείες που δίδονται στα αποτελέσματα των ερευνών, περί υπερβολικής αντίδρασης των επενδυτών σε κάποιες πληροφορίες ή ακόμα και υποτονικής αντίδρασης σε άλλες, φαντάζουν μάλλον απλουστευτικές. Πιο πιθανές μοιάζουν να είναι οι ερμηνείες, που θέλουν τις επενδυτικές συναλλαγές όσων αγοράζουν κερδισμένες μετοχές και πωλούν τις ζημιογόνες, να διώχνουν τις τιμές από τα μακροχρόνια επίπεδά τους και έτσι να προκαλούν την υπερβολική αντίδραση τους.

Εναλλακτικά, είναι δυνατόν η αγορά να αντιδρά μέτρια σε πληροφορίες σχετικές με τις βραχυπρόθεσμες προοπτικές μιας εταιρίας και έντονα σε όσες αφορούν τις μακροχρόνιες. Αυτό είναι θεμιτό να συμβαίνει από την στιγμή που η φύση των

⁴⁴ Jegadeesh N, Titman S., (1993): "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency." *Journal of Finance*, Vol. XLVIII, No 1, pp. 65-90

πληροφοριών είναι διαφορετική. Άλλο αντίκτυπο έχει μια ανακοίνωση κερδών τριμήνου και άλλο μια αμφίβολη ανακοίνωση μελλοντικών επενδυτικών σχεδίων.

20. Σύγκριση Ενεργητικής και Παθητικής Διαχείρισης

Μια ουσιαστικότερη διαφοροποίηση ανάμεσα στα A/K αφορά τον τρόπο που ασκείται η διαχείρισή τους. Με βάση αυτή την ειδοποιό διαφορά, διαχωρίζονται στις εξής δύο κατηγορίες:

§ A/K παθητικής (passive) διαχείρισης.

§ A/K ενεργητικής (active) διαχείρισης.

20.1. Θεωρητική προσέγγιση των δύο κατηγοριών

Η παθητική διαχείριση συνεπάγεται ότι το A/K είναι δεικτοποιημένο, δηλαδή αντιγράφει (replicates) κάποιο δείκτη. Αν για παράδειγμα ένα A/K ακολουθεί τον δείκτη FTSE ASE-20, τότε η διαχείριση έχει τοποθετήσει το σύνολο του ενεργητικού στις ίδιες μετοχές με τον δείκτη και έχει εφαρμόσει τα ίδια βάρη (weights). Αυτό σημαίνει πως κάθε μετοχή ως ποσοστό του χαρτοφυλακίου, έχει το ίδιο βάρος, την ίδια αναλογία, με αυτή που έχει στον δείκτη.

Τα καθήκοντα της διαχείρισης επομένως είναι απλά, αφού απαιτείται μόνο να αντιγράφει ένα δείκτη και να τον ακολουθεί. Το τελευταίο συνεπάγεται πως αν για κάποιο λόγο η σύνθεση του δείκτη αλλάξει, τότε και η διαχείριση υποχρεούται να προβεί στις κατάλληλες συναλλαγές για να εξομοιώσει την μεταβολή.

Το πλεονέκτημα του να επενδύει κανείς σε A/K παθητικής διαχείρισης είναι ότι τα έξοδα είναι πολύ λιγότερα σε σχέση με αυτά της ενεργητικής. Αφού η προσπάθεια που απαιτείται από την διοίκηση περιορίζεται στα παραπάνω καθήκοντα, η αναλογούσα αμοιβή είναι ελάχιστη.

Σε εκ διαμέτρου αντίθετη θέση βρίσκεται η ενεργητική διαχείριση. Σε αυτήν η διοίκηση έχει επαυξημένα καθήκοντα και το έργο της είναι δύσκολο αφού σκοπεύει με τις κατάλληλες κινήσεις να ξεπεράσει τις αποδόσεις της αγοράς. Οι διαχειριστές

για να επιτύχουν στο απαιτητικό έργο τους πρέπει να προβλέπουν τις μελλοντικές κινήσεις της αγοράς και να προετοιμάζουν το χαρτοφυλάκιό τους για τις αναμενόμενες μεταβολές.

Ο Fama⁴⁵ διακρίνει την ικανότητα πρόβλεψης των διαχειριστών σε δύο κατηγορίες:

- I. Την ικανότητα μικροπροβλέψεων, δηλαδή να προβλέπει τις κινήσεις των τιμών μεμονωμένων μετοχών σε σχέση με το συνολική κίνηση των λοιπών μετοχών. Η κατηγορία αυτή είναι γνωστή με την ονομασία «επιλεκτικότητα» (selectivity).
- II. Την ικανότητα μακροπροβλέψεων, δηλαδή να προβλέπει την πορεία των τιμών των μετοχών γενικά ως προς το επίπεδο των επιτοκίων άνευ κινδύνου. Η πιο συχρή ονομασία αυτής της κατηγορίας είναι «συγχρονισμός» (market timing).

Αναλυτικότερα οι διαχειριστές Α/Κ που προβαίνουν σε διορθωτικές κινήσεις οφείλουν να προβλέπουν και να προετοιμάζονται. Εάν για παράδειγμα ένας διαχειριστής αναμένει άνοδο στο χρηματιστήριο και αναθέρμανση της αγοράς, πρέπει να τροποποιήσει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του, έτσι ώστε να αυξηθεί το ποσοστό που είναι επενδυμένο σε μετοχές. Αν προβλέπει πτώση (bear market), τότε οφείλει να αυξήσει τα ποσοστά ομολόγων και διαθεσίμων. Σε περίπτωση τέλος που προβλέψει αύξηση του επιπέδου των επιτοκίων θα πρέπει να μειώσει την σταθμισμένη χρονική διάρκεια (duration) του χαρτοφυλακίου του για να το προστατέψει.

Ένα ακόμα από τα καθήκοντα ενός επιτυχημένου διαχειριστή είναι να διαφοροποιεί το χαρτοφυλάκιό του με τον καλύτερο δυνατό τρόπο ώστε να εξαλείφεται ο μη συστηματικός κίνδυνος, ο οποίος δεν ανταμείβεται από την αγορά. Σε ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο οι επενδυτές φέρουν ως γνωστόν μόνο τον συστηματικό κίνδυνο⁴⁶.

Όπως είναι εύλογο η συγκεκριμένη κατηγορία Α/Κ φέρει περισσότερα έξοδα από την προηγούμενη. Ένας διαχειριστής που έχει τις προαναφερθείσες ικανότητες απαιτεί σαφώς αυξημένη αμοιβή σε σχέση με τον ομόλογό του σε ένα Α/Κ παθητικής διαχεί-

⁴⁵ Fama E., (1972): "Components of Investment Performance", journal of Finance, pp. 551-567

⁴⁶ Φίλιππας Ν., (2000): "Αμοιβαία Κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον", Globus Invest, Αθήνα.

ρισης. Επίσης από την στιγμή που οι απαιτούμενες διορθώσεις είναι περισσότερες σε ένα ενεργητικά διαχειριζόμενο Α/Κ, οι συναλλαγές θα είναι περισσότερες και αυτό με τη σειρά του συνεπάγεται αυξημένο κόστος.

Το αν η ενεργητική διαχείριση που ενσωματώνει περισσότερα έξοδα είναι καλύτερη από την παθητική στον τομέα των αποδόσεων, έχει αποτελέσει φλέγον ζήτημα για τους οικονομικούς ερευνητές. Οι επιστημονικές διατριβές στην πλειοψηφία τους, θέλουν τα Α/Κ ενεργητικής διαχείρισης να υποαποδίδουν κατά μέσο όρο σε σχέση με τα παθητικής. Επιγραμματικά να αναφέρουμε τα πορίσματα του Carhart⁴⁷, ο οποίος διαπίστωσε πως οι αποδόσεις των Α/Κ είναι αρνητικά συσχετισμένες με τα έξοδα, τα οποία είναι υψηλότερα στις περιπτώσεις των ενεργητικής διαχείρισης κεφαλαίων. Επίσης ανακάλυψε ότι όσο περισσότερο συναλλάσσεται ένα Α/Κ τόσο μικραίνει η καθαρή προσαρμοσμένη απόδοση των επενδύτων.

Βέβαια υπάρχουν και θεωρίες που υπερασπίζονται την ενεργητική διαχείριση. Οι Grinblatt και Titman⁴⁸ ισχυρίζονται ότι οι ενεργητικοί διαχειριστές, επιδεικνύουν ιδιαίτερο ταλέντο στην επιλεκτικότητα μετοχών και καταφέρνουν να ξεπερνούν τους αντίστοιχους δείκτες αναφοράς, σε όρους μικτής απόδοσης. Για την επιτυχία τους αυτή χρησιμοποιούν δύο τακτικές:

- ✓ Άλλοτε αγοράζουν και κρατούν (holding) στο χαρτοφυλάκιο μετοχές με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά που ξεπερνούν τους παθητικούς δείκτες.
- ✓ Άλλες φορές στηρίζονται καθαρά στις συναλλαγές (trading), αγοράζοντας μετοχές που ξεπερνούν αυτές που πωλούνται κατά κάποια ποσοστιαία απόδοση.

Στην δεύτερη περίπτωση (trading) έχει ερευνηθεί εάν τα Α/Κ με υψηλό κύκλο εργασιών, είναι πιο αποδοτικά από άλλα που πραγματοποιούν λιγότερες συναλλαγές. Το συμπέρασμα της έρευνας ήταν ότι ναι μεν τα πρώτα κερδίζουν από τις δοσοληψίες μετοχών κάποιες ποσοστιαίες μονάδες μικτής απόδοσης, μετά όμως την αφαίρεση των εξόδων μειώνεται κατά πολύ αυτό το πλεονέκτημα.

⁴⁷ Carhart M., (1997): "On persistence in mutual fund performance." Journal of Finance, Vol. 52, pp. 57-82

⁴⁸ Grinblatt M. and Titman S., (1989): "Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings." Journal of Business, Vol. 62, pp. 394-415

20.2. Τάσεις της διαχείρισης A/K

Οι σύγχρονοι ενεργητικοί διαχειριστές ακολουθούν ορισμένες τάσεις για να επιτύχουν το σκοπό τους. Υιοθετούν συγκεκριμένο «στυλ», όπως για παράδειγμα να αγοράζουν μικρής κεφαλαιοποίησης μετοχές με υψηλές παρελθούσες αποδόσεις. Η στρατηγική αυτή αποκαλείται “momentum investing” και βασίζεται στην έννοια του «ταλαντωτή» της τεχνικής ανάλυσης. Οι διαχειριστές αυτοί, ποντάρουν στο ότι οι μετοχές με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, π.χ. υψηλό λόγο λογιστικής προς αγοραία αξία, ξεπερνούν σε απόδοση άλλες μετοχές, τουλάχιστον πριν την αφαίρεση του συναλλακτικού κόστους. Δεν καταφέρνουν όμως να επιτύχουν υψηλές καθαρές αποδόσεις για τους επενδυτές, διότι τα υψηλά κόστη εφαρμογής αυτών των στυλ, αντισταθμίζουν το μεγαλύτερο μέρος από τα οφέλη.

Μια άλλη τάση των A/K τα τελευταία 20 χρόνια, ήταν να στραφούν προς τις μετοχές «ανάπτυξης» (growth), κυρίως λόγω των υψηλών αποδόσεων που έφεραν οι μετοχές αυτές στην συγκεκριμένη περίοδο. Επίσης οι διοικήσεις έδωσαν βαρύτητα στις μετοχές γενικά, παρά στους τίτλους σταθερής απόδοσης ή πιο ασφαλούς τοποθέτησης όπως είναι τα ομόλογα. Η σχεδόν ολοκληρωτική επένδυση σε μετοχές, οφείλεται σε τρεις λόγους επί το πλείστον:

- Ø Στις χαμηλές αποδόσεις των ομολόγων την εικοσαετία (1970-1990), οι οποίες ήταν και ο λόγος της συνολικής υποαπόδοσης των A/K σε σχέση με τους δείκτες αναφοράς.
- Ø Στο ότι τα μετοχικά A/K βασίζονται όλο και λιγότερο στην ύπαρξη ρευστών διαθεσίμων για την κάλυψη πιθανών εκροών, από εξαγορές των μεριδιούχων. Πλέον οι διαχειριστές έχουν κλείσει συμφωνίες πίστωσης (lines of credit) με τράπεζες ή και άλλα A/K, σύμφωνα με τις οποίες μπορούν να ανεβάσουν την πίστωσή τους μέχρι ενός καθορισμένου σημείου και για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.
- Ø Τα δεικτοποιημένα A/K, χρησιμοποιούν συμφωνίες προαιρεσέως (options) και συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) για την παροχή ρευστότητας.

Η μείωση του συναλλακτικού κόστους, αλλά και η αύξηση του επιπέδου της τεχνολογίας, οδήγησαν σε μια τάση αύξησης του αριθμού των συναλλαγών των Α/Κ. Τα μοναδικά έξοδα που αυξήθηκαν σε ένα λογικό βαθμό, είναι οι αμοιβές της διοίκησης. Για να προσελκύσουν περισσότερους πελάτες, δημιούργησαν κατηγορίες μετοχών, που απευθύνονται σε ξεχωριστές πελατείες. Άλλα έχουν υψηλά λειτουργικά έξοδα και χαμηλό κόστος συναλλαγών ώστε να προσελκύσουν επενδυτές με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, οι οποίοι ενδιαφέρονται μόνο να κερδοσκοπήσουν και άλλα με αντίστροφη ζύγιση εξόδων, στοχεύουν στους μακροπρόθεσμους επενδυτές.

20.3. Πρακτική προσέγγιση των δύο κατηγοριών

Για να σκιαγραφήσουμε την υφιστάμενη κατάσταση και να δείξουμε τι ισχύει στην πράξη, αναφέρουμε στο παρακάτω παράδειγμα, δύο από τους κυριότερους εκφραστές αυτών των κατηγοριών. Το μεγαλύτερο Α/Κ ενεργητικής διαχείρισης στο κόσμο μέχρι το 2000, ήταν επί σειρά ετών το Magellan Fund της Fidelity. Ο μεγαλύτερος αντίπαλος του κατάφερε να το εκθρονίσει πριν 5 χρόνια περίπου συγκεντρώνοντας κεφάλαια ύψους 105 δισεκατομμυρίων δολαρίων. Το αντίπαλο δέος ακούει στο όνομα Vanguard Index 500 Fund, ένα Α/Κ παθητικής διαχείρισης.

Σύμφωνα με τον διαχειριστή του Α/Κ της Fidelity, οι υπεραποδόσεις που πετύχαινε για αρκετά χρόνια πάνω από τον S&P 500, είχαν προσελκύσει το επενδυτικό κοινό. Ο τεράστιος όγκος των κεφαλαίων που σωρεύτηκαν όμως, κατέστησαν τροχοπέδη το κινήγι της απόδοσης. Ο ίδιος υποστηρίζει ότι το να ακολουθείς ένα δείκτη έχοντας παθητική διαχείριση, είναι η καλύτερη μέθοδος όταν έχεις αυτή την τεράστια κεφαλαιακή βάση. Η υπερβολική συσσώρευση κεφαλαίων, στενεύει τα περιθώρια των επενδυτικών επιλογών ενός ενεργητικά διαχειριζόμενου Α/Κ και κάνει πολύ δύσκολη την διαδικασία εισόδου, εξόδου από θέσεις. Κοντολογίς, ένα υπερμέγεθες Α/Κ, είναι ένα δυσκίνητο κεφάλαιο, στο οποίο η καλύτερη στρατηγική είναι να αγοράζεις μετοχές μεγάλης κεφαλαιοποίησης (large cap) και να συναλλάσσεσαι λίγο (low turnover).

Άλλο ένα σοβαρό μειονέκτημα στην περίπτωση των ενεργητικών Α/Κ στο οποίο έχουν σωρεύσει πολλά κεφάλαια, είναι ότι αν κάνει κάποιο λάθος ο διαχειριστής, το

αποτέλεσμα πολλαπλασιάζεται. Αυτοί είναι οι λόγοι για τους οποίους η επανάληψη υψηλών αποδόσεων καθίσταται δυσχερής. Η συγκέντρωση κεφαλαίων στερεί από το A/K την απαραίτητη ευελιξία. Προφανώς υπάρχει ένα άριστο μέγεθος κεφαλαίων το οποίο ένας διαχειριστής ανάλογα με τις ικανότητες του, μπορεί να χειριστεί κατάλληλα. Απεναντίας η κατάσταση για τα παθητικής διαχείρισης είναι πιο εύκολη υπόθεση, αφού οι κινήσεις που απαιτούνται για την παρακολούθηση του δείκτη, είναι τόσο λίγες που περιορίζονται σε μερικές αγορές έξι με 7 νέων μετοχών το χρόνο.

Σύμφωνα με τον διευθύνων σύμβουλο της Fidelity, η καλύτερη τακτική για μια εταιρία διαχείρισης, αλλά και για τον επενδυτή, είναι μια μίξη των δύο κατηγοριών. Για το λόγο αυτό η Fidelity έχει και παθητικής διαχείρισης A/K, τα οποία προσπαθεί συνεχώς να τα κάνει ανταγωνιστικότερα και ελκυστικότερα για τους επενδυτές. Επειδή τα περιθώρια για να ξεχωρίσεις στον χώρο των παθητικής διαχείρισης A/K είναι στενά, η συνήθης πρακτική είναι η μείωση των αμοιβών κατά κάποιες μονάδες βάσης (basis points), από την οποία ο σίγουρος κερδισμένος είναι πάντα ο μεριδιούχος.

20.4. Συμπεράσματα

Η ενεργητική διαχείριση των A/K φέρει καρπούς και αξίζει τα χρήματα που διοχετεύονται σε αυτήν, σε όρους μικτής απόδοσης. Επιτυγχάνει κατά μέσο όρο μια απόδοση 1,3% πάνω από τους δείκτες αναφοράς. Ένα τμήμα της απόδοσης αυτής ερμηνεύεται από τα χαρακτηριστικά των μετοχών που τα A/K κρατούν στο χαρτοφυλάκιό τους. Το υπόλοιπο οφείλεται στο ταλέντο των διαχειριστών να προβαίνουν σε επιλογές μετοχών που κερδίζουν κατά μέσο όρο την αγορά.

Εάν κινηθούμε στην σφαίρα της καθαρής απόδοσης όμως, θα διαπιστώσουμε πως όλα τα οφέλη εξανεμίζονται και τα ενεργητικά A/K υποαποδίδουν κατά 1% περίπου, σε σχέση με τον δείκτη που προσπαθούν να ξεπεράσουν. Επομένως για κάποιο λόγο παρατηρείται μια συνολική απώλεια της τάξεως του 2,3% περίπου. Ο κύριος υπαίτιος της απώλειας αυτής είναι τα έξοδα συναλλαγών καθώς και οι υπέρογκες αμοιβές των διοικήσεων. Η υπόλοιπη διαφορά οφείλεται στις υποαποδόσεις των μη μετοχικών τοποθετήσεων. Η προσπάθεια της διαχείρισης να δημιουργήσει ρευστότητα ώστε να

αντιμετωπίσει τις πιθανές εξαγορές μεριδίων, αποτελεί ένα βάρος που τραβάει την απόδοση του Α/Κ κάτω από την απόδοση της αγοράς.

Ανάλυση ειδικών θεμάτων

Μέχρι αυτό το σημείο έχουμε εξετάσει το πως συμπεριφέρεται ο μέσος επενδυτής, έχουμε εντυπώσει στην θεωρία των ενδεχομένων και στις προεκτάσεις της. Στο τελευταίο αυτό κεφάλαιο, κρίνεται θεμιτό να δούμε μέσα από την σκοπιά των όσων έχουν προηγηθεί στην ανάλυση των προηγούμενων κεφαλαίων, δύο ζητήματα που έχουν απασχολήσει πολύ με τον ιδιαίτερο χαρακτήρα τους, την παγκόσμια έρευνα. Πρόκειται για το φαινόμενο που έχει ονομαστεί «αποτέλεσμα αλλαγής του έτους» (turn of the year effect), καθώς επίσης και για το φαινόμενο του ανοίγματος A/K «κλειστού τύπου» (open ending).

21. Αποτέλεσμα αλλαγής του έτους (Turn of the year effect)

Μια σειρά «ανωμαλιών» έχουν παρατηρηθεί τα τελευταία χρόνια, που έχουν θέσει υπό αμφισβήτηση την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Μια από αυτές τις αφύσικες καταστάσεις που σχετίζεται με τις αποδόσεις των μετοχών, είναι το αποτέλεσμα της αλλαγής του έτους. Σύμφωνα με αυτό έχουν παρατηρηθεί υπερβολικές αποδόσεις σε μετοχές εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης, κατά το διάστημα από την πρωτοχρονιά μέχρι το τέλος του Γενάρη, οι οποίες όσο ο μήνας προχωράει εκείνες βαίνουν με φθίνοντα ρυθμό.

Η ιστορική διαδρομή του φαινομένου έχει πολύ ενδιαφέρον, καθώς δεν ανακαλύφθηκε ως μια ενιαία οντότητα, αλλά τμηματικά. Αρχικά οι Rozeff και Kinney⁴⁹ το 1976 κατέγραψαν πρώτοι σε έρευνές τους, το «Φαινόμενο του Γενάρη» (January effect). Σύμφωνα με αυτό, οι μετοχές είχαν κατά μέσο όρο υψηλότερες αποδόσεις τον Ιανουάριο, από ότι στους λοιπούς μήνες. Βέβαια το συμπέρασμά τους είχε ενσωματωμένη την ευαισθησία των δεδομένων απέναντι στον χρησιμοποιούμενο δείκτη (GRSP), ο οποίος ήταν ισοσταθμικός και έδωσε την εσφαλμένη εντύπωση πως υπάρχει εποχικό αποτέλεσμα τον Γενάρη. Η άκρη όμως του νήματος είχε

⁴⁹ Rozeff M. and Kinney (1976): "Capital market seasonality: The case of stock returns." Journal of financial economics, pp.39-402

ανακαλυφθεί. Υπήρχαν υψηλές αποδόσεις σε κάποιες μετοχές, τον πρώτο μήνα του έτους.

Εν συνεχεία ο Banz⁵⁰ το 1981 διαπίστωσε πως οι μετοχές μικρών εταιρειών, παρουσιάζουν καλύτερες αποδόσεις από τις μεγάλες στην αρχή του έτους, περισσότερο από κάθε άλλο μήνα. Το φαινόμενο το ονόμασαν «αποτέλεσμα των μικρών εταιρειών» (small firm effect) ή αλλιώς «αποτέλεσμα μεγέθους» (size effect). Για το θέμα αυτό έχει γίνει ήδη αναφορά στο τρίτο κεφάλαιο (παράγραφος 4).

Τελικά το 1982, μετά από διάφορες άλλες έρευνες, ανακαλύφθηκε ότι τα δύο φαινόμενα αποτελούν τις δύο πλευρές του ίδιου νομίσματος, που ο Roll ονόμασε «αποτέλεσμα αλλαγής του έτους». Οι οικονομολόγοι ερευνητές ανά τον κόσμο, έχουν προτείνει διάφορες ερμηνείες για την παρουσιαζόμενη ανωμαλία, τις οποίες και θα αναφέρουμε παρακάτω περιγραμματακά.

Ø Η υπόθεση του παραλειπομένου παράγοντα του μοντέλου CAPM

Έχει παρατηρηθεί πως οι διαφορές στα beta των μικρών εταιρειών από τις μεγάλες, δεν δικαιολογούν τις υψηλές αποδόσεις των πρώτων συγκριτικά με τις δεύτερες. Οι μικρές εταιρείες πάνε πολύ καλύτερα από ότι προβλέπει το μοντέλο. Ίσως τα beta να μην μετρούν κατάλληλα το ρίσκο τους. Άλλωστε οι μικρές εταιρείες δεν διαπραγματεύονται τόσο συχνά στο ταμπλό και αυτό συνεπάγεται μια μεροληψία που μικραίνει τα beta τους. Για τον λόγο αυτό κάποιοι ερευνητές σκέφτηκαν πως ίσως στο μοντέλο CAPM έχει παραλειφθεί κάποιος σημαντικός παράγοντας. Η λογική τους λέει, πως το εν λόγω μοντέλο δεν αποτελεί ακριβή περιγραφή των παραγόντων που δημιουργούν ισορροπία στις αποδόσεις των μετοχών, πως η αγορά ανταμείβει τους επενδυτές που φέρουν επιπλέον κινδύνους που δεν πιάνονται από την αγοραία απόδοση και πως οι μικρές εταιρείες είναι πιο ευαίσθητες σε αυτούς τους κινδύνους. Παρόλα αυτά τελευταία η έρευνα δείχνει να αποστασιοποιείται από αυτή την ερμηνεία.

⁵⁰Banz R.W., (1981): "The relationship between Return and Market Value of common stocks." Journal of Financial Economics, Vol. 9, pp. 3-18

Ø Η υπόθεση της εσωτερικής πληροφόρησης

Το επιχείρημα της υπόθεσης αυτής, στηρίζεται στο ότι οι διοικήσεις των εταιρειών, κατά το κλείσιμο της χρήσης τις 31 Δεκεμβρίου, έχουν στην κατοχή τους πληροφορίες που το σύνολο των επενδυτών αγνοεί. Με το πλεονέκτημα αυτό διαπραγματεύονται και ωφελούνται εις βάρος της μη ενημερωμένης μερίδας επενδυτών. Οι δεύτεροι για να προστατευτούν ζητούν μεγαλύτερο ασφάλιστρο κινδύνου, για να διασφαλίσουν τις τοποθετήσεις τους σε τέτοια χαρτιά. Έτσι παρατηρείται τον Ιανουάριο το φαινόμενο να αποτιμούνται υψηλότερα οι μετοχές μικρών εταιρειών. Όμως και αυτή η υπόθεση δεν δείχνει να ερμηνεύει γιατί οι εταιρείες που έχαναν μέχρι πρότινος, παρουσιάζουν ειδικά τον Ιανουάριο τέτοια απόδοση.

Ø Η υπόθεση των πωλήσεων για φορολογικούς λόγους (tax loss selling)

Όπως έχει ξαναειπωθεί οι επενδυτές στην διάρκεια του έτους έχουν την δυνατότητα να πωλήσουν τις μετοχές με απώλειες ώστε να μειώσουν την φορολογική τους επιβάρυνση. Την επόμενη χρονιά χάνουν το δικαίωμα να εκπέσει μια ζημιά του προηγούμενου έτους. Οπότε όσοι έχουν καθυστερήσει, πωλούν κατά συρροή τον Δεκέμβριο. Οι μετοχές που έχουν ζημιές, υφίστανται λοιπόν επιπλέον καθοδική πίεση από τις μαζικές πωλήσεις στο τέλος του έτους. Με το ξεκίνημα του νέου έτους η πίεση ελαχιστοποιείται και οι ίδιες μετοχές επιτυγχάνουν υψηλές αποδόσεις, καθώς οι τιμές τους ανεβαίνουν στα επίπεδα ισορροπίας.

Αν και σε ένα σημαντικό βαθμό ερμηνεύονται οι αποδόσεις των μικρών εταιρειών από φορολογικό κίνητρο, ερευνητές⁵¹ ισχυρίζονται ότι δεν έχει εξηγηθεί γιατί το φαινόμενο εξακολουθεί να υφίσταται ακόμα και όταν τα δεδομένα έχουν «καθαριστεί» από το κίνητρο αυτό. Ούτε δικαιολογείται γιατί δείχνει να σχετίζεται τόσο πολύ με το μέγεθος της εταιρείας.

⁵¹ Reinganum, R.M., (1983): “The anomalous stock market behavior of small firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Selling Effects.” *Journal of financial Economics*, Vol.12, pp. 89-104

Ø Η υπόθεση της αναμονής των προσόδων από τις πωλήσεις (*parking the proceeds*)

Επεκτείνοντας την υπόθεση των φορολογικών ελαφρύνσεων, η οποία είναι η μόνη που προσεγγίζει αρκετά την πιθανή εξήγηση του φαινομένου, ο Ritter προσπάθησε να καλύψει κάποια κενά χρησιμοποιώντας επιπλέον στην ανάλυσή του, την επενδυτική συμπεριφορά αγοραστών και πωλητών⁵². Συγκεκριμένα, ισχυρίζεται πως μετά τις πωλήσεις των ζημιολόγων μετοχών το μήνα Δεκέμβρη, για την εκμετάλλευση του φορολογικού οφέλους, οι επενδυτές δεν επανεπενδύουν αμέσως όλα τα χρήματα που εισπράττουν. Απεναντίας περιμένουν να μπει το νέο έτος, οπότε και διοχετεύουν τα κεφάλαιά τους, πιέζοντας τις τιμές των μικρών μετοχών στα ύψη. Επίσης το φαινόμενο μπορεί να βοηθηθεί από επιπλέον χρηματικές αμοιβές (π.χ. δώρα Χριστουγέννων και άλλα μπόνους) του μήνα Δεκέμβρη, πιέζοντας τις τιμές ακόμα περισσότερο.

Οι προϋποθέσεις που ο ίδιος θέτει για να λειτουργήσει το μοντέλο του, είναι τρεις:

- Οι μεμονωμένοι επενδυτές τοποθετούνται κυρίως σε μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης. Εξηγήσαμε σε προηγούμενο κεφάλαιο γιατί οι οργανισμοί δεν μπορούν να επενδύσουν σοβαρά κεφάλαια σε μικρές μετοχές.
- Λόγω της ρηχής αγοράς (*thin trading*) των μικρών τίτλων, οι τιμές τους δέχονται εύκολα πιέσεις προς τα πάνω ή προς τα κάτω, ανάλογα με την συμπεριφορά των επενδυτών.
- Οι πρόσοδοι από τις πωλήσεις στο τέλος του έτους δεν επανατοποθετούνται στις ίδιες ή πανομοιότυπες μετοχές πριν μπει το νέο έτος.

Ø Η υπόθεση της «βιτρίνας» (*Window Dressing*)

Σύμφωνα με αυτήν, λόγω του ετήσιου απολογισμού των διαχειριστών Α/Κ στο τέλος του χρόνου, προβαίνουν σε τροποποιήσεις του χαρτοφυλακίου τους. Με τον τρόπο αυτό ξεφορτώνονται μετοχές μικρών εταιρειών οι οποίες έγραψαν ζημιές και αγοράζουν άλλες που είτε είχαν ανοδική πορεία, είτε απλά είναι γνωστές στους

⁵² Ritter R.J., (1988): "The buying and selling behavior of individual investors at the turn of the year." *Journal of Finance*, Vol. XLIII, No. 3, pp. 701-719

μεριδιούχους. Μόλις κυλήσει ο Γενάρης, τις πωλούν και αγοράζουν μικρές μετοχές που έχουν μεγάλη διακύμανση (volatility) και αναμένεται να πάνε καλύτερα το νέο έτος.

Ø Η υπόθεση αντιστάθμισης της απόδοσης (Hedging Performance)

Αποτελεί συνήθης πρακτική, οι διαχειριστές να αμείβονται με βάση την απόδοση που επιτυγχάνουν πάνω από ένα δείκτη αναφοράς (benchmark). Σε περίπτωση που καταφέρουν να ξεπεράσουν τον δείκτη σε κάποιο σημείο του έτους, τότε τροποποιούν το χαρτοφυλάκιο ώστε να προσομοιάζει περισσότερο στο δείκτη (replicate), οπότε με κλειδωμένη την υπεραπόδοση, έχουν εξασφαλίσει την αμοιβή τους για το έτος. Η μέθοδος αυτή της μετατροπής ενός ενεργητικής διαχείρισης A/K σε παθητικής, βασίζεται στην αγορά κατά την διάρκεια του έτους μικρών κυρίως μετοχών από πολλές εταιρείες, οι οποίες ανεβάζουν την απόδοση αν όλα πάνε καλά. Μόλις κερδισθεί η υπεραπόδοση, πωλούνται οι μικρές μετοχές και αγοράζονται δεικτοβαρείς. Τον Γενάρη μετατρέπεται πάλι σε ενεργητικής διαχείρισης πωλώντας τα βαριά χαρτιά και αγοράζοντας πάλι μικρής κεφαλαιοποίησης εταιρείες.

Αν και το «αποτέλεσμα της αλλαγής του έτους» έχει τραβήξει την προσοχή ενός σημαντικού ποσοστού των ερευνητών και η βιβλιογραφία βρίθει από αντίστοιχο υλικό, μέχρι σήμερα δεν έχει ερμηνευτεί πλήρως. Προσεγγίσεις όπως οι παραπάνω και άλλες που ισχυρίζονται πιθανή αναποτελεσματικότητα της αγοράς, κατά την οποία δεν αποτιμώνται σωστά οι μικρές μετοχές, έχουν συνεισφέρει αρκετά αλλά όχι επαρκώς. Ίσως η ζητούμενη ερμηνεία να μην είναι τελικά μονοσήμαντη, αλλά να αποτελεί αποτέλεσμα ενός συνόλου παραγόντων.

Η ευρεία διάδοση του φαινομένου πάντως, έχει οδηγήσει μεν σε κάποιο περιορισμό του, όχι όμως στην εξαφάνισή του, όπως θα έπρεπε να συμβαίνει σε μια αποτελεσματική αγορά. Έτσι ολοένα και περισσότεροι ενημερώνονται για αυτό και έχει παρατηρηθεί ότι πλέον αρκετοί επενδυτές, προσμένουν μετά τον Δεκέμβρη άνοδο των ζημιωμένων μικρών μετοχών και παίρνουν θέσεις αγοράς (long) σε

συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures)⁵³ λήξεως Ιανουαρίου, ανεβάζοντας το περιεχόμενο των συμβολαίων αυτών.

22. Άνοιγμα των Α/Κ κλειστού τύπου (Open ending)

Στο δεύτερο κεφάλαιο (παράγραφος 2.2.) αναφερθήκαμε στα Α/Κ κλειστού τύπου γνωστά με την ονομασία Εταιρείες Επενδύσεως Χαρτοφυλακίου (EEX). Γνωρίζουμε ότι στις EEX υπάρχει διαφορά ανάμεσα στην χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της και στην καθαρή αξία του ενεργητικού της, το οποίο αποτελείται από μετοχές εισηγμένων εταιρειών. Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να δούμε ποια κίνητρα υπάρχουν για να ανοίξει ή να παραμείνει με την παρούσα μορφή μια EEX, να αναφερθούμε στις επιπτώσεις του ανοίγματος τους και να ελέγξουμε τη σχέση αποδόσεων και ανακοίνωσης της επικείμενης μετατροπής.

▼ Ορισμός ανοίγματος EEX

Η έννοια του ανοίγματος ενός Α/Κ κλειστού τύπου, αναφέρεται σε μια σειρά γεγονότων, τα οποία είναι έτσι σχεδιασμένα ώστε να πιέσουν την αγοραία αξία της EEX να εξισωθεί με την καθαρή αξία του ενεργητικού της (Net Asset Value).

▼ Τρόπος ανοίγματος EEX

Η αναδιοργάνωση της δομής της EEX γίνεται με τρεις τρόπους:

- I. Η πιο προφανής και εύκολη λύση είναι η μετατροπή της EEX σε Α/Κ ανοιχτού τύπου.
- II. Με συγχώνευση (μέσω εξαγοράς ή απορρόφησης) της EEX με ένα Α/Κ.
- III. Με ρευστοποίηση όλων των συμμετοχών σε εισηγμένες εταιρείες και διανομή των εσόδων, οδηγείται σε άνοδο η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της. Βέβαια τα συναλλακτικά κόστη θα εμποδίσουν σε αυτή την περίπτωση την ακριβή προσέγγιση της τιμής με την NAV.

⁵³ Clark R. and Ziemba W. (1987): "Playing the Turn of the year effect with index Futures." Operations Research, in press.

▼ Κίνητρα υπέρ και κατά του ανοίγματος EEX

Ο βασικότερος λόγος για τον οποίο οι μέτοχοι επιθυμούν να ανοίξει μια EEX, είναι να εξαλειφθεί η έκπτωση με την οποία διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο. Αν η EEX έχει χαμηλότερη χρηματιστηριακή αξία από ότι αξίζει το σύνολο του ενεργητικού της, οι μέτοχοι επιθυμούν να καρπωθούν τα οφέλη που προκύπτουν, όταν με το άνοιγμα οι δύο τιμές θα εξισωθούν ή τουλάχιστον θα συγκλίνουν. Η εξαφάνιση της έκπτωσης, αποτελεί για τους μετόχους απόδοση. Επομένως όσο υφίσταται έκπτωση, οι μέτοχοι θα έχουν κίνητρο να επιθυμούν το άνοιγμα (open ending).

Το πριμ μετράται ως η διαφορά της αξίας P από την NAV, προς την NAV, δηλαδή:

$$P = (\text{Price} - \text{NAV}) / \text{NAV}.$$

Η έκπτωση είναι αρνητικό πριμ και η απόδοση R των επενδυτών είναι ίση με:

$$R = (\text{NAV} - \text{Price}) / \text{Price}$$

Παρόλη την επιθυμία όμως των μετόχων, δεν ανοίγουν όλες οι EEX που διαπραγματεύονται με έκπτωση. Ο λόγος είναι ότι οι ίδιοι οι διαχειριστές μπορεί να εναντιώνονται σε μια τέτοια προοπτική. Όλα εξαρτώνται από τη σχέση που έχει η διοίκηση με τους μετόχους. Αν τα οφέλη που αντλεί στην παρούσα φάση, είτε αυτά είναι χρηματικά, είτε όχι, παύσουν να υφίστανται ή μειωθούν από την αναδιαμόρφωση, τότε είναι ευνόητο ότι δεν θα προβεί στις ανάλογες κινήσεις ανοίγματος. Αν δεν έχουν «χρυσά αλεξίπτωτα» (golden parachutes) να τους εξασφαλίσουν στην μετά της αλλαγής εποχή, αντιστέκονται στην επιθυμία των μετόχων. Μόνο αν με την μετατροπή σε Α/Κ αντλήσουν περισσότερα από όσα ήδη απολαμβάνουν, θα συμφωνήσουν με το σχέδιο.

Εμπειρικά αποτελέσματα έχουν συνδυάσει την ένταση της αντίστασης των διαχειριστών, με το ποσοστό εξόδων μιας EEX. Ως ποσοστό εξόδων ορίζεται το πηλίκο των ολικών εξόδων προς την καθαρή αξία του ενεργητικού. Το μεγαλύτερο τμήμα των εξόδων αφορά τις αμοιβές και τα διάφορα μπόνους της διοίκησης. Επομένως αν είναι υψηλά τα οφέλη, θα είναι υψηλά και τα έξοδα και επομένως θα είναι ισχυρή η αντίσταση των διαχειριστών για μια αλλαγή του status quo.

▼ Συνέπειες του ανοίγματος EEX

Πέρα από τις οικονομικές συνέπειες της διοίκησης, αξίζει να σημειωθεί ο αντίκτυπος που έχει η αναδιοργάνωση της EEX στην τιμή της μετοχής της. Από πορίσματα ερευνών φαίνεται πως ένα χρόνο πριν την ανακοίνωση της μετατροπής, με κάποιο τρόπο διαρρέουν στην αγορά πληροφορίες της επικείμενης και συνάμα αβέβαιης αλλαγής στην οργάνωση της εταιρείας. Οι διαρροές αυτές έχουν διττό αποτέλεσμα:

- Από την μια πλευρά οδηγούν στο κλείσιμο της ψαλίδας μεταξύ αγοραίας τιμής και NAV, μειώνουν δηλαδή την έκπτωση.
- Από την άλλη η μετοχή της EEX επιδεικνύει εκπληκτική απόδοση.

Αν και είναι δυνατόν να ωφεληθεί κανείς από την αγορά μιας μετοχής EEX, κρατώντας την από τον μήνα που ανακοινώθηκε η επερχόμενη αλλαγή έως και τρεις μήνες μετά, το μεγαλύτερο τμήμα της απόδοσης έχει ήδη πραγματοποιηθεί προγενέστερα της ανακοίνωσης.

Επομένως είτε πρόκειται για διαρροές πριν την ανακοίνωση, είτε λόγω του ότι κάποιοι επενδυτές έχουν την ικανότητα να προβλέπουν, μέσα από αναλύσεις και μοντέλα, ποιες EEX θα αναδιαμορφωθούν, αυτό αποτιμάται στην τιμή τους. Διότι όπως έχουμε πει, σε μια αποτελεσματική αγορά όλες οι προσδοκίες που έχουν οι επενδυτές για την πορεία της εταιρείας, αποτυπώνονται στην τιμή της μετοχής. Η προσδοκία για αναδιοργάνωση όντας θετική, αφού ο επενδυτής προσβλέπει στο όφελος από την μείωση ή και εξαφάνιση της έκπτωσης, συνεπάγεται αύξηση της τιμής και άρα της απόδοσης.

Πρέπει να τονίσουμε ότι δεν αποτιμάται μόνο το άνοιγμα της EEX αυτό καθαυτό, αλλά και η πιθανότητα να συμβεί ένα τέτοιο γεγονός. Δηλαδή αν κάποιος αγοράσει μετοχές EEX που αρκετοί προσμένουν ότι θα γίνει Α/Κ ανοιχτού τύπου και θα κερδίσουν, σε περίπτωση που τελικά δεν τελεσφορήσει η όλη διαδικασία, οι επενδυτές έχουν κερδίσει από την μείωση της έκπτωσης (narrow discount). Κοντολογίς μπορεί να μην πραγματοποιηθεί τελικά η αλλαγή, αλλά οι EEX συμπεριφέρονται για ένα διάστημα σαν να επρόκειτο να συμβεί.

Η διαδικασία μοιάζει πολύ με τους στόχους εξαγοράς μιας μεγάλης εταιρείας. Αν οι επενδυτές αγοράσουν εγκαίρως μετοχές της εταιρείας «στόχος», θα κερδίσουν από την άνοδο της τιμής του. Διότι ως γνωστόν ο εξαγοραζόμενος βγαίνει πάντα κερδισμένος από μια συγχώνευση. Ακόμα και να μην ολοκληρωθεί τελικά η εξαγορά, η τιμή της μετοχής του «στόχου» θα ανέλθει για ένα διάστημα. Οπότε ο επενδυτής που έχει τοποθετηθεί κατάλληλα, αρπάζει μια σημαντική απόδοση.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από το 1970 που ο Fama διέκρινε τις τρεις μορφές της αποτελεσματικής αγοράς (Efficient Market Hypothesis, EMH) πολλά έχουν συμβεί στο χώρο της οικονομικής έρευνας. Η υπόθεση ότι στην τιμή μιας μετοχής εσωκλείονται όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες και ότι κανείς δεν μπορεί να ξεπεράσει την αγορά βασιζόμενος σε παρελθούσες αποδόσεις, ενώ αρχικά αντιμετωπίστηκε με ευφορία και χρησίμευσε στους ερευνητές, σήμερα αντιμετωπίζεται με σκεπτικισμό.

Πολλοί από τους ερευνητές που τη χρησιμοποίησαν ως θεωρητική βάση την δεκαετία του 70 και του 80, έχουν αρχίσει να την αμφισβητούν. Ολοένα και περισσότερες έρευνες ισχυρίζονται ότι είναι δυνατή η μερική πρόβλεψη των αποδόσεων των μετοχών, μέσω της κατανόησης των ψυχολογικών παραγόντων, του «θορύβου» και της διαθέσεως των μη ορθολογικών επενδυτών.

Τα αρνητικά παραδείγματα που λειτουργούν ως αντεπιχειρήματα της EMH, έχουν αρχίσει και συσσωρεύονται. Το φαινόμενο της αλλαγής του έτους και άλλες χρονολογικές ανωμαλίες (ημέρας της εβδομάδος, του μήνα, κλπ) κατά το οποίο παρατηρείται ένα μοτίβο επίτευξης αποδόσεων. Το φαινόμενο της ανόδου των τιμών μετοχών μετά την ανακοίνωση εισαγωγή τους σε κάποιο δείκτη, παρόλο που δεν αντιπροσωπεύει κάποιο θετικό νέο της πορείας της εταιρείας. Η παρατηρηθείσα έκπτωση στην αποτίμηση των EEX, ακόμα και το φαινόμενο του καιρού, όπου έχει διαπιστωθεί πως τις ηλιόλουστες μέρες οι επενδυτές είναι πιο αισιόδοξοι και το χρηματιστήριο ανεβαίνει, είναι δείγματα ότι η EMH ίσως τελικά να μην στέκει.

Οι ενδείξεις ότι οι τιμές δεν περιέχουν μόνο την θεμελιώδη πληροφόρηση, αλλά ενσωματώνουν και τη συνεισφορά των αφελών επενδυτών είναι βάσιμες. Αυτοί άλλωστε είναι και ο λόγος που υφίσταται το εμπόριο. Λόγω των ανεπαρκώς πληροφορημένων επενδυτών δημιουργούνται οι ευκαιρίες, που οι κερδοσκόποι εκμεταλλεύονται. Οι πρώτοι διώχνουν τις τιμές από τα επίπεδα ισορροπίας και οι δεύτεροι έρχονται να εξισορροπήσουν την κατάσταση, χωρίς βέβαια να τα καταφέρνουν εξ ολοκλήρου. Για αυτό και η υπόθεση του τέλειου arbitrage που η

ΕΜΗ προϋποθέτει, δεν είναι ρεαλιστική. Οι επενδυτές έχουν περιορισμούς σε χρόνο και σε χρήμα. Το περιορισμένο arbitrage, είναι ο λόγος που δεν εξαλείφεται πλήρως από τις τιμές, ο θόρυβος που εισάγεται από το εσφαλμένο επενδυτικό αισθητήριο των αφελών επενδυτών.

Πλέον οι μεγαλύτεροι οργανισμοί ανάλυσης μετοχών, δαπανούν υπέρογκα ποσά, όχι μόνο για την άντληση και επεξεργασία πληροφοριών που αφορούν τα θεμελιώδη στοιχεία μιας εταιρείας, αλλά και για την ανίχνευση του τι μπορεί να επηρεάζει το επενδυτικό αισθητήριο των μη ορθολογικών επενδυτών.

Στο σημείο αυτό έρχεται να παίξει τον σημαντικό της ρόλο η επιστήμη των οικονομικών της συμπεριφοράς. Στην αγορά επενδύουν άνθρωποι και άρα η κίνηση των τιμών μπορεί να εξηγηθεί αν αντιληφθούμε τι επηρεάζει αυτό που οι άνθρωποι σκέφτονται. Η κατανόηση των μηχανισμών με τον οποίο ο επενδυτής λαμβάνει αποφάσεις, μας οδηγεί στην πρόβλεψη των ενεργειών του και άρα στην πρόβλεψη του αποτελέσματος αυτών των ενεργειών στις τιμές των μετοχών. Η ερμηνεία της ανθρώπινης συμπεριφοράς, αποτελεί το κλειδί για την κατανόηση και πρόβλεψη της συμπεριφοράς όλης της αγοράς.

Η πρωτοποριακή θεωρία ενδεχομένων είναι ένα σημαντικότατο βήμα σε αυτή την κατεύθυνση. Κατάφερε ένα καίριο πλήγμα στην θεωρία ότι ο άνθρωπος σκέφτεται ορθολογικά. Απέδειξε τους περιορισμούς του ανθρώπινου εγκεφάλου στην επεξεργασία πληροφοριών και την επίλυση πολύπλοκων προβλημάτων, έδειξε πόσο επιρρεπείς είναι στο να υποπέφτει σε μεροληπτικά σφάλματα και πόσο επηρεάζεται από την γνώμη των άλλων.

Το κυριότερο χτύπημα που δέχθηκε η κλασική οικονομική θεώρηση είναι αυτό της απαξίωσης της θεωρίας χρησιμότητας. Οι επενδυτές δεν συμπεριφέρονται όπως η θεωρία προέβλεψε, διότι δεν ενδιαφέρονται τόσο για τα επίπεδα πλούτου, όσο για τις αλλαγές (ζημιές και κέρδη). Η θεωρία χρησιμότητας απέτυχε να αναγνωρίσει τα ψυχολογικά κριτήρια με τα οποία οι άνθρωποι λαμβάνουν αποφάσεις. Παραβλέποντας τους «ευριστικούς» κανόνες με τους οποίους οι επενδυτές προσπαθούν να αντιμετωπίσουν πολύπλοκα ζητήματα, παρέβλεψε τα σφάλματα και τις μεροληπίες

που κάνουν και κατέληξε στο λάθος συμπέρασμα της πλήρους ορθολογικής συμπεριφοράς.

Το νοητικό πλαίσιο που εισάγουν τα οικονομικά της συμπεριφοράς, είναι άκρως υποσχόμενο. Χαλαρώνοντας τον κανόνα της αυστηρής ορθολογικότητας στα συμβατικά μοντέλα, ίσως είναι δυνατόν να εξηγηθούν κάποιες από τις παρατηρηθείσες ανωμαλίες που ταλανίζουν τους ερευνητές για χρόνια. Έτσι για παράδειγμα η υπερβολική αντίδραση των επενδυτών απέναντι σε πληροφορίες και ανακοινώσεις, είναι σύμφωνη με την τάση για υπερβολή και την παράβλεψη των θεμελιωδών ποσοστών (base rate fallacy).

Η έρευνα της ανθρώπινης συμπεριφοράς στην αγορά των μετοχών, έχει αποφέρει ενδιαφέροντα αποτελέσματα. Έχει διαπιστωθεί πως ο τρόπος με τον οποίο λαμβάνει κανείς μια πληροφορία και όχι ο χρόνος επηρεάζει τις αντιδράσεις του. Για παράδειγμα η δημοσίευση μιας πληροφορίας περί εύρεσης ενός νέου φαρμάκου για τον καρκίνο, έφερε μόνιμη ανοδική αλλαγή στην μετοχή της φαρμακευτικής, όχι όταν πρωτοδημοσιεύτηκε, αλλά όταν ανακοινώθηκε τέσσερις μήνες αργότερα από τους TIMES της Νέας Υόρκης.

Μια ακόμα σημαντική πρόταση έκανε ο Summers⁵⁴ το 1986, όταν πρότεινε στα ορθολογικά μοντέλα τιμολόγησης να συμπεριληφθεί πέραν του τυχαίου περιπάτου (random walk) και μια μεταβλητή «X». Η «X» θα αντιπροσωπεύει μια αργή στάσιμη διαδικασία επιστροφής στον μέσο (mean reverting process), η οποία θα επιτρέπει μεν βραχυπρόθεσμα να υπάρχουν αποκλίσεις, μακροπρόθεσμα όμως θα ωθεί προς μια κατάσταση ισορροπίας.

Η τάση που επικρατεί ανάμεσα στα δυο συγκρουόμενα ρεύματα, δεν είναι να καταργηθεί η μια θεώρηση και να ισχύει η άλλη. Αυτό που επιδιώκουν οι ερευνητές της συμπεριφοράς είναι να συμπληρώσουν την κλασική θεώρηση και να την κάνουν πιο ρεαλιστική ως προσέγγιση της ανθρώπινης συμπεριφοράς. Άλλωστε οι θεωρίες δημιουργούνται και για όσο καιρό ερμηνεύουν σωστά τα φαινόμενα γύρω μας, παρα-

⁵⁴Summers, L.H., (1986): "Does the stock market rationally reflect fundamental values?" Journal of Finance Vol. 41, pp. 591-601.

μένουν στο προσκήνιο. Αν αδυνατούν να δώσουν ικανοποιητικές ερμηνείες τότε η τροποποιούνται η απορρίπτονται και έρχονται νέες να συμπληρώσουν το κενό.

Όση πρόοδος και να σημειώνεται, όσα ερωτήματα, ανεξήγητα, περίεργα, αινίγματα και παράδοξα ερμηνεύονται, πάντα θα προκύπτουν καινούρια ζητήματα, πιο πολύπλοκα, πιο απαιτητικά που θα προκαλούν την επιστήμη να τα ερμηνεύσει. Θεωρίες θα ελέγχονται θα αποβάλλονται ή θα ανανεώνονται. Μια συνεχή δοκιμασία για τον ερευνητή, που πασχίζει να εξηγήσει το μυστήριο που τον περιβάλλει. Μια συνεχή δοκιμασία για τον άνθρωπο που βρίσκεται σε μια μόνιμη κατάσταση αναζήτησης της αλήθειας, με δρόμο την επιστήμη και οδηγό το συναίσθημα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία

Μυλωνάς, Ν.Θ. , (1999), «*Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια*», Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα

Φίλιππας, Ν., (2000): «*Αμοιβαία Κεφάλαια και χρηματιστηριακό περιβάλλον*», Globus Invest, Αθήνα

Journals

Allais, Maurice, (1953) : “*Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Américaine*”, *Econometrica*, Vol. 21, 4, pp. 503-546

Banz, R.W., (1981): “*The relationship between Return and Market Value of common stocks.*” *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, pp. 3-18

Barber, B. M. and Odean, T., (1998b): “*Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment.*” *The Quarterly Journal of Economics*, 1, pp. 262-292

Barberis, N., Shleifer A., Vishny R., (1998): “*A model of Investor Sentiment.*” *Journal of Financial Economics* Vol. 49, pp. 307-343

Black, F. (1986): “*Noise*”, *Journal of Finance*, Vol. XLI, No. 3, pp. 529-541

Bruner, J.S. and Potter, M.C., (1964): “*Interference in Visual Recognition*”, *Science* 144(3617), pp. 424-25

Carhart, M., (1997): “*On persistence in mutual fund performance.*” *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 57-82

Chevalier, J. and Glenn, E., (1997): “*Risk taking by mutual funds as a response to incentives.*” *Journal of Political Economy*, Vol. 105, pp. 1167-1200

Clark, R. and Ziemba, W. (1987): “*Playing the Turn of the year effect with index Futures.*” *Operations Research*, in press.

Constantinides, M.G., (1983): “*Capital Market Equilibrium with Personal Tax*”, *Econometrica* 51, pp. 611-636

DeBondt, Werner, F.M., and Thaler, R., (1987): “*Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality.*” *Journal of Finance*, Vol. 42, 3, pp. 557-581.

- Fama, E., (1972): “*Components of Investment Performance.*” *Journal of Finance*, pp. 551-567
- Fischhoff, B., (1975): “*Hindsight / foresight: The effect of outcome knowledge on judgement under uncertainty.*” *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 1, 288-299
- Gilovich, T., Vallone, R. and A. Tversky (1985). "The hot hand in basketball: On the misperception of random sequences" *Cognitive Psychology*, Vol.17,(part 3), pp. 295-314.
- Glick, I., (1957): “*A social psychological study of futures trading.*” Ph.D. Dissertation, University of Chicago.
- Grinblatt, M. and Titman, S., (1989): “*Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings.*” *Journal of Business*, Vol. 62, pp. 394-415
- Harris, L. (1988): “*Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels: Evidence supporting the disposition effect: Discussion.*” *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 698-699
- Helson, H., (1964): “*Adaptation level theory: An experimental and systematic approach to behavior.*” New York: Harper & Row
- Jegadeesh, N., Titman, S., (1993): “*Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency.*” *Journal of Finance*, Vol. XLVIII, No 1, pp. 65-90
- Jegadeesh, N., (1990): “*Evidence of predictable behaviour of security returns.*” *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 881-898
- Kahneman, D. & Tversky, A., (1979): “*Prospect Theory: An analysis of decision under risk.*” *Econometrica*, Vol.47, N.2, pp. 263-290.
- Kahneman, D. and Tversky, A., (1982): “*The psychology of preferences.*” *Scientific American*, 246: pp. 160-173.
- Kahneman, D. & Tversky, A., (1973): “*On the psychology of prediction.*” *Psychological Review*, Vol. 80, pp. 237- 251.
- Kahneman, D., Knetsch, J. L. & Thaler, R. H. (1991): “*Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias.*”. *Journal of Economic Perspectives*, Vol.5, Part 1, pp. 193-206
- Kahneman, D., Knetsch, J., & Thaler, R., (1986): “*Fairness and the assumptions of economics.*” *Journal of Business*, Vol. 59, S285-S300.
- Kahneman, D., Slovic, P., & Tversky, A., (1982): “*Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases.*” New York: Cambridge University Press, (abbreviated KST).

- Lakonishok, J. and Smidt, S., (1986) “*Volume for winners and losers: Taxation and other motives for stock trading.*” *Journal of Finance*, Vol. 31, pp. 951-974.
- Lee, C., Shleifer A., Thaler, H. R., (1991): “*Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle.*” *Journal of Finance*, Vol. XLVI, No. 1, pp. 75-84.
- Lehman, B.N., (1990): “*Fads, Martingales and Market Efficiency.*” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, pp. 1-28
- Levy, R. A., (1967): “*Relative Strength as a Criterion for Investment Selection.*” *Journal of Finance*, Vol. 22, Issue 4, pp. 595-610.
- Mac Crimmon, K.R. & Larsson S. (1979): “*Utility Theory: Axioms versus Paradoxes.*” in: Allais M. & Hagen O. eds “*Expected Utility Hypotheses and the Allais Paradox.*” Dordrecht/Boston Reidel, pp. 333-409
- Narayana, R., Kocherlakota, (1996): “*The Equity Premium: It's Still a Puzzle*” *Journal of Economic Literature*, Vol. 34, No. 1, pp. 42-7
- Odean, T., (1998): “*Are investors reluctant to realize their losses?*”, *Journal of finance*, Vol. 53, pp. 1775-1798
- Reinganum, R.M., (1983): “*The anomalous stock market behavior of small firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Selling Effects.*” *Journal of financial Economics*, Vol.12, pp. 89-104
- Ritter, R.J., (1988): “*The buying and selling behavior of individual investors at the turn of the year.*” *Journal of Finance*, Vol. XLIII, No. 3, pp. 701-719
- Rozeff, M. and Kinney, W.R., (1976): “*Capital market seasonality: The case of stock returns.*” *Journal of Financial Economics*, pp.39-402
- Shapiro, D., (1996): “*On the Psychology of self-deception.*” *Social Research*, Vol.63,3 *Research Library* pp.785-800
- Shefrin, H. and Statman, M., (1985): “*The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence.*” *Journal of Finance*, Vol.40, pp. 777-790.
- Shlomo, Benartzi, Richard, H. Thaler (1995): “*Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle.*” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 1, pp. 73-92
- Summers, L.H., (1986): “*Does the stock market rationally reflect fundamental values?*” *Journal of Finance* Vol. 41, pp. 591-601.
- Thaler, R. and Shefrin, H., (1981): “*An economic theory of Self-Control.*” *Journal of Political Economy*, Vol. 89, pp. 392-410.

Thaler, R.H. and Johnson, E.J., (1990): “*Gambling with the house money and trying to break even: the effects of prior outcomes on risky choice.*” *Management Science*, 36: 643-60.

Thaler, R.H., (1985): “*Mental accounting and consumer choice.*” *Marketing Science*, Vol. 4, pp. 199-214.

Thaler, R.H., (1980): “*Towards a positive theory of consumer choice.*” *Journal of Economic Behaviour and Organization*, Vol. 1, pp. 39-60.

Thaler, R.H., (1987): “*Seasonal Movements in Security Prices I: The January Effect.*” *Journal of Economic Perspectives* 1(1), pp. 197-201.

Thaler, R.H.,(1987): “*Seasonal Movements in Security Prices II: Weekends, Holidays, Turn of the Month and Intra-day Effects.*” *Journal of Economic Perspectives* 1(2), pp. 169-177.

Tversky, A. and Kahneman, D., (1986): “*Rational Choice and the Framing of Decisions.*” *Journal of Business*, Vol. 59(4, part.2):S251-S278

Tversky, A. and Kahneman, D., (1971): “*Belief in The Law Of Small Numbers.*” *Hebrew University of Jerusalem, Psychological Bulletin*, Vol. 76, No. 2. pp. 105 – 110.

Tversky, A. and Kahneman, D., (1991): “*Loss aversion in riskless choice: A reference-dependent model.*” *Quarterly Journal of Economics* pp. 1039-1061

Working Papers/ Discussion Papers

Bergstresser, D. and Poterba, M.J., (2000): “*Do after-tax returns affect mutual fund inflows?*” MIT working paper

Brown, P., Chappel, N., R. da Silva, and Walter, I. (2002): “*The beach of the disposition effect: Large sample evidence across investor classes.*” Working paper, University of New South Wales

Wang, A.F., (2002): “*Trading of Noise as if it were information: Price, Liquidity, Volume and Profit.*” working paper.

WWW Sites

<http://www.investopedia.com>

www.papers.ssrn.com

<http://www.investorhome.com>